UNIVERSITÉ DE LORRAINE

AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur. Ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite encourt une poursuite pénale.

Contact : ddoc-theses-contact@univ-lorraine.fr

LIENS

Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 122. 4
Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 335.2- L 335.10
http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg_droi.php
http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm

UNIVERSITE DE LORRAINE
FACULTE DE DROIT, SCIENCES ECONOMIQUES ET GESTION

ANALYSE COMPARATIVE DES SYSTÈMES FRANÇAIS ET ITALIEN DE LUTTE CONTRE LES ABUS DE MARCHÉ

THESE
pour l'obtention du grade de

DOCTEUR EN DROIT
(Doctorat nouveau régime – Mention droit privé et sciences criminelles)

présentée et soutenue publiquement le 11 décembre 2015

par

Amélie BELLEZZA

Membres du jury

Monsieur Frédéric STASIAK (**Directeur de thèse**)
Professeur de droit privé à l'Université de Lorraine

Madame Antonella MARANDOLA (**Directrice de thèse**)
Professore ordinario di diritto processuale penale
presso l'Università LUM Jean Monnet di Casamassima (Bari)

Madame Katia LA REGINA
Professore associato di diritto processuale penale
presso l'Università Telematica Giustino Fortunato (Benevento)

Monsieur Thierry BONNEAU
Professeur de droit privé à l'Université Paris II (Panthéon-Assas)

Madame Donatella CURTOTTI (**Rapporteur**)
Professore associato di diritto processuale penale
presso l'Università di Foggia

Madame Raphaële PARIZOT (**Rapporteur**)
Professeur de droit privé à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense

Liste du corps enseignant
Faculté de droit, sciences économiques et de gestion de Nancy
Année 2015-2016

DOYEN

M. le Professeur Fabrice GARTNER

DOYENS HONORAIRES

MM. GROSS, JAQUET, CRIQUI, CACHARD, GERMAIN

PROFESSEURS ÉMÉRITES

M. COUDERT,	Professeur d'Histoire du Droit
M. GROSS Bernard,	Professeur de Droit Privé
M. DUGAS DE LA BOISSONNY Christian,	Professeur d'Histoire du Droit
M. RAY Jean-Claude,	Professeur de Sciences Économiques
M. GRY Yves,	Professeur de Droit Public
M. SEUROT François,	Professeur de Sciences Économiques

PROFESSEURS

M. SEUVIC Jean-François	Professeur de Droit Privé
M. MOUTON Jean-Denis	Professeur de Droit Public
M. JACQUOT François	Professeur de Droit Privé
M. CRIQUI Etienne	Professeur de Science Politique
M. PIERRÉ-CAPS Stéphane	Professeur de Droit Public
M. GARTNER Fabrice	Professeur de Droit Public
M. EBOUE Chicot	Professeur de Sciences Économiques
M. MAZIAU Nicolas (détachement)	Professeur de Droit Public
M. BISMANS Francis	Professeur de Sciences Économiques
M. ASTAING Antoine	Professeur d'Histoire du Droit
M. STASIAK Frédéric	Professeur de Droit Privé
M. CACHARD Olivier	Professeur de Droit Privé
M. LAMBERT Thierry	Professeur de Droit Privé
M. HENRY Xavier	Professeur de Droit Privé
M. TAFFOREAU Patrick	Professeur de Droit Privé
M. PETIT Yves	Professeur de Droit Public
Mme PEGUERA POCH Marta	Professeur d'Histoire du Droit
M. FARDET Christophe	Professeur de Droit Public
M. GEA Frédéric	Professeur de Droit Privé
M. RENAUDIE Olivier	Professeur de Droit Public
M. PY Bruno	Professeur de Droit Privé

M. ADAM Patrice	Professeur de Droit Privé
M. CHAUVIRÉ Philippe	Professeur de Droit Privé
M. FEREY Samuel	Professeur de Sciences Économiques
M. LAFAIX Jean-François	Professeur de Droit Public
M. GUERAUD Luc	Professeur d'Histoire du Droit
M. GABUTHY Yannick	Professeur de Sciences Économiques
Mme G'SELL Florence	Professeur de Droit Privé
Mr SOHNLE Jochen	Professeur de Droit Public
Mme HARNAY Sophie	Professeur de Sciences Économiques
Mme BOURREAU DUBOIS Cécile	Professeur de Sciences Économiques
Mme CLUZEL Lucie	Professeur de Droit Public
Mme HOUIN-BRESSAND Caroline	Professeur de Droit Privé

MAÎTRES DE CONFÉRENCES

M. GERMAIN Eric	Maître de Conférences de Droit Public
M. LUISIN Bernard	Maître de Conférences de Droit Public
Mme MANSUY Francine	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme TILLEMENT Geneviève	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme GANZER Annette	Maître de Conférences de Droit Privé
M. OLIVIER Laurent	Maître de Conférences de Science Politique
M. DIELLER Bernard	Maître de Conférences de Sciences Économiques
M. GUIGOU Jean-Daniel *(détachement)*	Maître de Conférences de Sciences Économiques
M. GASSER Jean-Michel	Maître de Conférences de Droit Privé
M. AIMAR Thierry	Maître de Conférences de Sciences Économiques
Mme KUHN Nicole	Maître de Conférences de Droit Public
Mme DAVID-BALESTRIERO Véronique	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme ETIENNOT Pascale	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme BARBIER Madeleine	Maître de Conférences d'Histoire du Droit
Mme LOEWENGUTH-DEFFAINS Nathalie	Maître de Conférences de Droit Public
Mme SIERPINSKI Batyah	Maître de Conférences de Droit Public
M. MOINE André	Maître de Conférences de Droit Public
Mme LE GUELLAFF Florence	Maître de Conférences d'Histoire du Droit
M. EVRARD Sébastien	Maître de Conférences d'Histoire du Droit
M. FENOGLIO Philippe	Maître de Conférences de Sciences Économiques
M. KLÖTGEN Paul	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme DERDAELE Elodie	Maître de Conférences de Droit Public
M. DAMAS Nicolas	Maître de Conférences de Droit Privé
M. GICQUEL Jean-François	Maître de Conférences d'Histoire du Droit

Mme LELIEVRE Valérie	Maître de Conférences de Sciences Économiques
M. PREVOT Jean-Luc	Maître de Conférences de Sciences Économiques
Mme CHAUPAIN-GUILLOT Sabine	Maître de Conférences de Sciences Économiques
Mme PIERRE Nathalie	Maître de Conférences de Droit Privé
M. PIERRARD Didier	Maître de Conférences de Droit Public
Mme BLAIRON Katia	Maître de Conférences de Droit Public
M. MULLER François	Maître de Conférences de Droit Public
Mme ABALLEA Armelle	Maître de Conférences de Droit Public
M. THIERRY Jean-Baptiste	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme DUBUY Mélanie	Maître de Conférences de Droit Public
Mme NAU Liliane	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme BOUGHANMI Afef	Maître de Conférences de Sciences Économiques
Mme HELSTROFFER Jenny	Maître de Conférences de Sciences Économiques
Mme MICHEL-CLUPOT Muriel	Maître de Conférences de Gestion
M. RESTOUT Romain	Maître de Conférences de Sciences Économiques
M. LOVAT Bruno	Maître de Conférences de Sciences Économiques
M. DURAND Frédéric	Maître de Conférences de Droit Privé
M. PELLIER Jean-Denis	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme BACHELOT Carole	Maître de Conférences de Science Politique
Mme BRACH-THIEL Delphine	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme FREYD-MAETZ Clotilde	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme GICQUIAUD Emilie	Maître de Conférences de Droit Privé
Mme DURAND-VIGNERON Pascale	Maître de Conférences de Sciences Économiques
M. DELILE Jean-Felix	Maître de Conférences de Droit Public
M. GNIMASSOUN Blaise	Maître de Conférences de Sciences Économiques
Mme MENABE Catherine	Maître de Conférences de Droit Privé

MAÎTRES DE CONFÉRENCES en langue anglaise

M. ECKERSLEY David

MAÎTRES DE CONFÉRENCES ASSOCIES

M. GREGOIRE Christian	Maître de Conférences associé de Sciences Économiques
M. MELLONI Mattia	Maître de Conférences associé de Droit Privé

M. COLLARD Fabrice	Maître de Conférences associé de Droit Privé
M. NOEL Sébastien	Maître de Conférences associé de Droit Privé

ASSISTANTS – PRAG

Mme DIEHL Christel	PRAG d'Anglais
Mme PERRET Amandine	PRAG de Mathématiques
Mr BIR Claude	PRAG d'Économie et Gestion

La faculté n'entend donner ni approbation, ni improbation aux opinions émises dans la thèse, ces opinions devant être considérées comme propres à leur auteur.

A mes parents et ma sœur,

A ma famille,

A mes amis

LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS

AJCA	Actualités juridiques Contrats d'affaires – Concurrence - Distribution
AJDA	Actualités juridiques de Droit administratif
AJ pén.	Actualités juridiques de Droit pénal
AMF	Autorité des marchés financiers
Art.	Article
BALO	Bulletin des annonces légales obligatoires
Banca borsa tit. cred.	*Banca, Borsa e Titoli di credito*
Bull. civ.	Bulletin des arrêts des chambres civiles de la Cour de cassation
Bull. crim.	Bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse (et produits financiers)
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés
C. civ.	Code civil
C. com.	Code de commerce
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
C. pén. fr.	Code pénal français
C. pén. it.	Code pénal italien
C. proc. civ. fr.	Code de procédure civile français
C proc. pén. fr.	Code de procédure pénale français
C. proc. pén. it.	Code de procédure pénale italien
C.E.D.	*Centro elettronico di documentazione* (Centre électronique de documentation de la Cour de cassation italienne)
C.E.D.H.	Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales
C.J.C.E	Cour de justice des Communautés européennes
C.J.U.E.	Cour de justice de l'Union européenne
Cass. pen.	*Cassazione penale*
COB	Commission des opérations de bourse
Cons. const.	Conseil constitutionnel
Consob	*Commissione nazionale per le società e per la borsa* (homologue italienne de l'Autorité des marchés financiers)
Corte cost.	*Corte costituzionale* (Cour constitutionnelle italienne)

CourE.D.H.	Cour européenne des droits de l'homme
CourE.D.H., gde ch.	Grande chambre de la Cour européenne des droits de l'homme
D.	Recueil Dalloz
D. act.	Dalloz actualité
D.lgs.	*Decreto legislativo* (décret législatif)
D.P.	Ancien Recueil Dalloz périodique
D.P.R.	*Decreto del Presidente della Repubblica* (décret du Président de la République)
Dir. pen. e proc.	*Diritto penale e processo*
Dr. soc.	Revue Droit des sociétés (Lexisnexis)
Foro ambr.	*Foro ambrosiano (II)*
Foro amm. Tar	*Foro amministrativo Tar (II)*
Europe	Revue Europe (Lexisnexis)
G.U.	*Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana* (Journal officiel de la République italienne)
Giur. comm.	*Giurisprudenza commerciale*
Giur. cost.	*Giurisprudenza costituzionale*
Giur. merito	*Giurisprudenza di merito*
JCP E	La Semaine juridique – Entreprise et affaires
JCP G	La Semaine juridique – Edition générale
J.O.C.E.	Journal officiel des Communautés européennes
J.O.R.F.	Journal officiel de la République française
J.O.U.E.	Journal officiel de l'Union européenne
Le società	*Rivista Le Società (IPSOA)*
L.G.D.J.	Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence
LPA	Les petites affiches
RD banc. et fin.	Revue de droit bancaire et financier
RDF	Revue de droit fiscal (lexisnexis)
RDP	Revue de droit public et de la science politique en France et à l'étranger
Règlement « Émetteurs »	Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti »

Règlement « Marchés »	Regolamento n. 16191 della Consob del 29 ott. 2007, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati »
Resp. civ.	*Responsabilità civile (http://personaedanno.it)*
Resp. civ. prev.	*Responsabilità civile e previdenza*
Rev. mens. AMF	Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers
Rev. soc.	Revue des sociétés (Dalloz)
RDA	*Revue de droit d'Assas*
RG AMF	Règlement général de l'Autorité des marchés financiers
Riv. dir. banc.	*Rivista di diritto bancario*
Riv. dir. proc. pen.	*Rivista di diritto processuale penale*
Riv. dir. trib.	*Rivista di diritto tributario*
Riv. dottori comm.	*Rivista dei dottori commercialisti*
Riv. it. dir. proc. pen.	*Rivista italiana di diritto e procedure penale*
Riv. soc.	*Rivista delle società (Giuffrè)*
Riv. trim. dir. pen. contemp.	*Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*
Riv. trim. dir. pen. ec.	*Rivista trimestriale di diritto penale dell'economia*
RJDA	Revue de jurisprudence de droit des affaires
RJEP	Revue juridique de l'économie publique
RLC	Revue Lamy de la concurrence
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTD fin.	Revue trimestrielle de droit financier
s.	Et suivant(e)s
sez.	*sezione* (section [d'une juridiction])
somm.	sommaire
Thèse dactyl.	Thèse dactylographiée (non publiée)
Trib.	*Tribunale* (juridiction répressive italienne)
Trib. Riesame	*Tribunale del riesame* (juridiction italienne qui statue sur la légalité des mesures de sûreté prononcées avant procès)
Trib. corr.	Tribunal correctionnel
TUF	Texte unique en matière d'intermédiation financière (décret législatif n° 58 du 24 fév. 1998)

Sauf mention contraire, les traductions des textes étrangers sont de l'auteur.

SOMMAIRE

Introduction

Partie 1.
L'identité quasi parfaite des dispositions françaises et italiennes en matière de prévention des abus de marché par l'information financière

Titre 1. La nécessité de l'information financière

Chapitre 1. Les justifications de l'information financière

Chapitre 2. Le rôle de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob en matière d'information financière

Titre 2. Les caractéristiques analogues de l'information financière française et italienne

Chapitre 1. Des moyens comparables pour assurer la transparence en France et en Italie

Chapitre 2. Les modalités de mise en œuvre convergentes de l'information financière française et italienne

Partie 2.
La convergence imparfaite des régimes français et italien de répression des abus de marché

Titre 1. L'harmonisation incomplète des définitions françaises et italiennes des abus de marché

Chapitre 1. Les définitions similaires des abus d'informations privilégiées français et italiens

Chapitre 2. Les définitions asymétriques des manipulations de marché françaises et italiennes

Titre 2. La remise en cause des régimes actuels de répression des abus de marché français et italiens

Chapitre 1. L'articulation du triple système de sanction des abus de marché français et italiens

Chapitre 2. La nécessité d'une répartition législative des compétences entre autorités administratives, judiciaires et commissions spéciales

Conclusion générale

« C'est un jeu à somme nulle, quelqu'un gagne, un autre perd. L'argent en soi n'est pas gagné ou perdu, il est simplement transféré d'une poche à une autre poche, voilà tout. C'est comme un tour de magie. »[1]

[1] Version française de la phrase de Gordon Gekko (Michael Douglas), *Wall Street* (1987), Oliver STONE ; texte original : « ***It's a zero sum game, sport. Somebody wins and somebody loses. Money itself isn't lost or made, it's simply transferred from one perception to another. Like magic*** ».

INTRODUCTION

1. La notion d'abus de marché : « On est volé à la Bourse, comme on est tué à la guerre, par des gens qu'on ne voit pas »[2], autrement dit, petits investisseurs et épargnants peuvent être victimes d'infractions boursières, sans savoir qui est à l'origine de l'opération illicite, voire sans réaliser qu'ils ont été dupés[3]. Cet extrait de l'œuvre d'Alfred CAPUS, publiée en 1900, conserve tout son sens aujourd'hui. Il suffit, pour s'en convaincre, d'évoquer quelques récentes affaires. En premier lieu, l'Association française des petits porteurs actifs avait décidé de porter plainte en se constituant partie civile contre les sociétés Lagardère SCA et Daimler AG sur le fondement de délits d'initiés. Les dirigeants de ces groupes n'avaient reçu aucune sanction de la part de l'Autorité des marchés financiers en décembre 2009, mais ils ont été renvoyés devant le tribunal correctionnel le 27 novembre 2013 par le juge d'instruction Serge Tournaire qui a suivi les réquisitions du procureur de la République de Paris. Par ailleurs, peut être évoquée la condamnation le 8 novembre 2011 par la SEC (*Securities and Exchange Commission*), l'homologue américain de l'Autorité des marchés financiers, de Raj Rajaratnam, fondateur du fonds d'investissement « Galleon », à une amende de 92,8 millions de dollars pour avoir commis plusieurs délits d'initiés qui lui avaient rapporté près de 52 millions de dollars ; ou bien l'enquête mise en œuvre par l'Autorité des marchés financiers sur le fondement d'une opération d'initié, à l'encontre de Guy Wyser-Pratte, lors de son entrée dans le capital de la *holding* « Electricité et eaux de Madagascar » : après son enquête, le Collège de l'autorité de régulation avait requis une sanction pécuniaire d'1,3 million d'euros, sanction que la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a prononcée dans une décision du 25 juillet 2013[4] ; ou encore les enquêtes internationales menées depuis le printemps 2013 par la SEC et par les autorités britannique (*Financial conduct authority*) et suisse (Finra) de régulation des marchés boursiers relatives à plusieurs *traders* du groupe britannique Barclays,

2 Alfred CAPUS, *La Bourse ou la vie*, Paris, L'illustration, 1900.

3 V. en ce sens, Pierpaolo MARTUCCI, *La criminalità economica. Una guida per capire*, Editori Laterza, Roma, 1° ed. 2006, p. 118.

4 AMF, déc. de la Commission des sanctions du 25 juillet 2013 à l'égard de MM. François Gontier, Frédéric Doulcet, Guy Wyser-Pratte et Marc Bognon et des sociétés Verneuil et Associés, Verneuil Participations, Foch Investissements, FD Conseils et Participations et Duc SA, publiée sur http://amf-france.org/Sanctions-et-transactions/Decisions-de-la-commission/Chronologique/Liste-Chronologique/Sanction.html.

soupçonnés de manipulations sur le marché des changes. Après avoir été inquiétées, les banques ont été sévèrement sanctionnées par la SEC et la FCA. Plus récemment, encore la banque américaine JP Morgan Chase aurait défrayé la chronique au Japon du fait de la commission de nombreux délits d'initié sur le marché de la Bourse de Tokyo.

Manipulations de cours ou de taux de change, opérations d'initiés, tous ces comportements constituent des infractions à la règlementation boursière qui causent d'importants dommages aux marchés financiers, et principalement aux petits investisseurs qui jouent en Bourse une partie truquée, avec des professionnels qui cherchent parfois à contourner les règles des marchés. Ces nombreuses affaires financières indiquent que la répression des violations commises en matière boursière est incontestablement un sujet au cœur de l'actualité et semblent confirmer l'intérêt que l'on peut porter à « l'analyse de la répression des abus de marché », et notamment en France et en Italie. Abus de marché, infractions à la règlementation boursière : quelle est la signification de ces notions et quels en sont les contours ? La notion d'abus de marché est expressément mentionnée dans la directive européenne 2003/6/CE du 28 janvier 2003 du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché[5]. En réalité, la dénomination de cette directive s'achève par la locution « abus de marché » qui regroupe donc les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

Selon Gérard CORNU[6], le délit d'initié correspond à « l'infraction boursière consistant dans l'utilisation illicite d'une information privilégiée sur le marché des valeurs mobilières afin d'assurer, par la moralisation des pratiques boursières, le bon fonctionnement du marché et la protection de l'épargne ». Selon ce même auteur, il est ainsi nommé « parce qu'il incrimine les personnes qui, rompant l'égalité des chances, exploitent par anticipation en connaissance de cause (par des opérations qu'elles réalisent pour leur compte ou celui d'autrui, ou qu'elles permettent à des tiers mis au courant de réaliser) une information non connue du public qui influerait sur le cours des valeurs mobilières concernées, et dont elles ont connaissance du fait de leur situation ». Autrement dit, il s'agit de personnes placées

[5] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[6] Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 9° éd., 2012, V° « Délit d'initié », p. 317.

dans une situation de privilège d'information[7], qui utilisent les renseignements dont elles disposent en opérant sur les marchés financiers, ou qui les communiquent à des tiers. En ce qui concerne le second type d'abus de marché, si l'on se réfère à l'article 1er, 2) de la directive du 28 janvier 2003, lequel énonce les comportements qui constituent justement des manipulations de marché[8], il paraît concevable de pouvoir les définir comme le fait de « fausser » la situation réelle des marchés financiers, ou d'induire en erreur les investisseurs sur cette situation, par le biais de procédés frauduleux comme la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou la réalisation d'opérations boursières dans des circonstances particulières et de nature à influencer le cours des instruments financiers. La notion d'abus de marché semble donc regrouper les deux seuls comportements d'opérations d'initiés et de manipulations de marché, à l'exclusion de toutes les autres violations à la règlementation boursière, lesquelles appartiendraient comme les abus de marché à l'ensemble plus large des infractions boursières. Par exemple, au sein de cette catégorie, il est possible de trouver l'infraction de non-déclaration de franchissement d'un certain seuil dans le capital d'un émetteur ou encore le délit d'obstacle à la mission de l'Autorité des marchés financiers qui ne sont pas qualifiés d'abus de marché. Pourtant, la directive n° 2014/57/UE et le règlement (UE) n° 596/2014 adoptés tous deux le 16 avril 2014[9] semblent remettre en cause les frontières de la notion d'abus de marché.

---

[7] V. en ce sens Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*. *Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008 qui parlent de « *vantaggio informativo* » (« privilège d'information ») à propos des initiés, p. 35.

[8] « *Aux fins de la présente directive on entend par : [...] « manipulations de marché », les comportements suivants :*

a) le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :

— qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers, ou

— qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel [...] ;

b) le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice ;

c) le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses [...]. »

[9] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 179-189 et règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur

2. Un élargissement de la notion d'abus de marché ? : L'article 1er, paragraphe 1er de la directive dispose que « *La présente directive établit des règles minimales en matière de sanctions pénales applicables aux opérations d'initié, à la divulgation illicite d'informations privilégiées et aux manipulations de marché, afin de garantir l'intégrité des marchés financiers de l'Union et de renforcer la protection des investisseurs et leur confiance dans ces marchés* ». Cette formulation est également présente dans l'ultime paragraphe de l'exposé des motifs de la proposition de directive du 20 octobre 2011 consacré au « Contexte de la proposition »[10]. A la lecture de cette disposition, il semblerait que les opérations d'initiés et les manipulations de marché ne représentent qu'une partie des abus de marché, à savoir les abus les plus importants mais aussi les plus sévèrement réprimés si l'on s'attache au sens qui peut être attribué à la « gravité » en droit pénal[11] ; ainsi, d'autres comportements pourraient revêtir cette qualification.

Quels seraient donc les autres comportements constitutifs d'abus de marché ? Une réponse à cette question pourrait être déduite de l'article 30, paragraphe 1er du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 relatif aux sanctions administratives des abus de marché, puisque ce texte énonce que « *Sans préjudice de toute sanction pénale et des pouvoirs de surveillance des autorités compétentes au titre de l'article 23, les États membres, conformément au droit national, font en sorte que les autorités compétentes aient le pouvoir de prendre les sanctions administratives et autres mesures administratives appropriées en ce qui concerne au moins* » les violations énumérées ensuite dans la norme. Or, les infractions évoquées dans cette disposition semblent regrouper tant les

---

les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[10] Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil n° 2011/0297 (COD) du 20 oct. 2011, relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initié et aux manipulations de marché.

L'exposé des motifs du contexte de la proposition concluait en affirmant qu'« *Alors que des propositions visant à renforcer et à garantir la cohérence des sanctions administratives figurent dans la proposition de règlement (UE) n° 2011-0295 du Parlement européen et du Conseil concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché, qui tend également à remédier à d'autres problèmes majeurs du système actuel, la présente proposition prévoit l'obligation pour les États membres d'instaurer des règles minimales relatives à la définition* ***des formes les plus graves d'abus de marché*** *et aux niveaux minimaux des sanctions pénales qui y sont liées* » (mis en gras par nous).

[11] Il suffit pour s'en convaincre de penser aux « circonstances aggravantes » qui entourent une infraction et qui engendrent une élévation du maximum légal encouru par rapport à la peine initialement prévue par le législateur pour l'infraction « de base ».

opérations d'initiés et manipulations de marché, que la violation de certaines de leurs obligations par les professionnels. La confirmation d'une telle hypothèse est envisageable par référence à l'article suivant du règlement, l'article 30, qui permet de prononcer des sanctions administratives à l'encontre, par exemple, d'« *personne exerçant des responsabilités dirigeantes dans une entreprise d'investissement ou toute autre personne physique dont la responsabilité est engagée pour la violation, d'exercer des fonctions de gestion au sein d'entreprises d'investissement* »[12]. En doctrine, certains auteurs[13] ont pu affirmer que la notion d'abus de marché inclurait également la violation de leurs obligations par les professionnels des marchés financiers : ces auteurs assurent que l'adjonction des manquements aux obligations professionnelles, aux côtés des opérations d'initiés et des manipulations de marché au sein de la catégorie des abus de marché, « est révélatrice de leur situation, toute aussi condamnable »[14].

3. Le rejet de l'extension de la notion d'abus de marché : Il paraît envisageable de rejeter une notion aussi large des abus de marché et ce, pour plusieurs raisons. En premier lieu, la violation d'obligations professionnelles, punie par des sanctions disciplinaires prononcées par l'Autorité des marchés financiers, supposerait un comportement matériel bien différent du délit d'initié ou des manipulations de marché[15] ; effectivement, la volonté d'induire en erreur les investisseurs sur la situation réelle d'un marché financier dans le cadre des manipulations de marché, ou encore l'exploitation d'une information privilégiée par un dirigeant de société en cas d'opération d'initié, apparaissent bien éloignées d'un retard imputable au dirigeant d'un émetteur d'instruments financiers dans l'exécution de son obligation de diffuser des informations dans le public. En second lieu, le dictionnaire en ligne Larousse[16] définit le terme « abus » comme « usage excessif de quelque chose » : cette définition coïncide mal avec de simples manquements à des obligations professionnelles mais elle a l'air, au contraire, de correspondre parfaitement aux comportements constitutifs d'opérations d'initiés et de manipulations de marché. Par exemple, le dirigeant d'un émetteur qui

---

[12] Art. 30, paragraphe 1er, al. 1er, e) du règlement du 16 avril 2014.

[13] Thierry BONNEAU, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RD banc. et fin.* nov. 2011, n° 6, étude 34.

[14] Thierry BONNEAU, *ibid*.

[15] Thierry BONNEAU, *ibid*.

[16] http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.

utilise une information privilégiée qu'il détient grâce à la position qu'il occupe dans cette société, pour réaliser une transaction boursière sur le marché, et qui obtient une plus-value, « abuse » en quelque sorte du privilège d'information dont il dispose. Enfin, les propositions de directive et de règlement européens du 20 octobre 2011[17], ayant conduit à l'adoption des deux textes du 16 avril 2014, portaient sur « *les opérations d'initiés et les manipulations de marché* », formule à laquelle il est ajouté entre parenthèses « *abus de marché* ». Il serait concevable qu'une telle rédaction sous-entende que les opérations d'initiés et les manipulations de marché appartiennent à la catégorie des abus de marché, sans pour autant qu'ils constituent les seuls éléments de cette catégorie. D'ailleurs, c'est cette même dénomination qui avait été attribuée à la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 qui ne visait que les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Pour toutes les raisons évoquées, c'est une notion restrictive des « abus de marché » qui sera retenue pour la suite de ce travail sur la répression de ces comportements, notion qui comprendra donc seulement les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

Après avoir délimité la notion d'abus de marché, il convient de se demander pourquoi il a été choisi d'aborder cette étude dans une perspective comparatiste (Section 1), pour ensuite dresser un aperçu de l'évolution de la mise en œuvre du dispositif actuel de sanction des abus de marché, laquelle permettra de comprendre les raisons qui ont abouti à la mise en place d'un dispositif dual de sanction des abus de marché (Section 2). Seront ensuite évoquées les difficultés liées à la double répression administrative et pénale de ces infractions boursières, lesquelles expliquent la nécessité de les systèmes de sanction en France et en Italie (Section 3), pour finir par une présentation de l'objectif assigné à cette étude, qui réside justement dans la proposition d'un modèle de distribution des compétences répressives entre autorités administratives et judiciaires (Section 4).

Section 1. Les justifications de la démarche comparatiste

[17] Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil n° 2011/0297 (COD) du 20 oct. 2011, relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initié et aux manipulations de marché et proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil n° 2011/0295 (COD) du 20 oct. 2011, sur les opérations d'initié et les manipulations de marché (abus de marché).

4. Le choix de l'analyse sous l'angle du droit comparé : Après avoir précisé la notion d'abus de marché et démontré que nombreuses sont les affaires actuelles relatives à ces infractions, il convient d'expliquer pourquoi il a été décidé d'aborder l'étude de leur répression sous l'angle du droit comparé, et surtout pourquoi l'Italie est le pays retenu pour la confrontation.

La répression des infractions boursières sous l'angle du droit comparé d'une part, a rapidement été envisagée, puisque comme cela a déjà été mentionné précédemment, celle-ci fait l'objet de différentes directives et règlements communautaires. A ce propos, plusieurs universitaires européens expliquaient en 2006 que « Face à une évolution technologique qui, permettant des opérations de marché en temps réel et à partir de n'importe quelle place, entraîne les marchés dans un chemin rapide vers la globalisation, l'étude comparée des principaux systèmes européens de régulation des marchés boursiers (en particulier pour ce qui est de l'intervention du droit pénal) s'impose comme l'unique méthode permettant de saisir l'origine des nombreux changements s'étant succédé, parfois de façon frénétique, dans tous les systèmes européens, ainsi que d'en apercevoir les principales tendances évolutives. En effet, l'interpénétration des marchés boursiers et la situation de pleine concurrence au niveau international, où chaque place financière, bien que gardant quelques spécificités, ne dispose de position de monopole dans la négociation d'aucun instrument financier (même pas de ceux qui sont l'expression des activités de ses propres entreprises nationales), fait que de nos jours le marché financier ne peut être appréhendé que de façon globale »[18]. En effet, l'ensemble des pays de l'Union européenne ont adopté une législation en matière d'abus de marché guidée par les processus d'harmonisation. Suite à ce constat factuel, trois remarques peuvent être formulées : en premier lieu, les États membres disposent d'une marge d'appréciation lorsqu'ils transposent une directive européenne, puisque « Transposer une directive, c'est la mettre en œuvre par des mesures internes, un peu de la même façon qu'une loi française est mise en œuvre par des actes règlementaires. La transposition n'est pas destinée à « introduire » la directive dans l'ordre juridique national, mais à déterminer au niveau interne les moyens d'atteindre les objectifs fixés au niveau

[18] Luis ARRAYO ZAPATERO, Valentine BÜCK, Guido CASAROLI et autres, *Droit pénal des affaires en Europe*, sous la direction de Geneviève GIUDICELLI-DELAGE, éd. P.U.F., Coll. « Thémis droit », 2006, p. 359.

européen par la directive »[19]. De ce fait, ils n'auront pas tous nécessairement adopté des normes strictement identiques, étant influencés par leur propre histoire (qui façonne leurs institutions politiques et administratives), leur expérience juridique, etc. Effectivement, le droit étant la représentation d'une société à un moment déterminé, il n'est pas sans lien avec les coutumes, les traditions culturelles et religieuses[20]. Il devient donc intéressant d'étudier les mêmes mécanismes juridiques au sein des différents pays de l'Union, et en particulier, en ce qui concerne la matière boursière, la définition des abus de marché, leurs sanctions et les autorités en charge de la répression de ces infractions. D'ailleurs, l'examen d'une institution déterminée et de ses homologues étrangers constitue l'objet même du droit comparé[21]. Selon certains auteurs, « L'étude scientifique des systèmes de droit étrangers exige principalement la comparaison des droits, qui seule permet d'éviter des conclusions hâtives sur la portée d'une règle ou d'une institution étrangère. En effet, c'est seulement en comparaison avec d'autres règles de droit que l'on peut mesurer réellement la portée d'une règle de droit et par voie de conséquence le degré de divergence ou de convergence existant entre les droits »[22].

En second lieu, même en présence de dispositions équivalentes sur un aspect juridique déterminé, la pratique des juridictions nationales et donc les décisions jurisprudentielles qui en découlent n'aboutiront pas nécessairement aux mêmes solutions face aux problèmes juridiques qui se posent. En troisième et dernier lieu, la confrontation de deux ou plusieurs systèmes juridiques différents pourraient être utile sous deux angles divers, c'est-à-dire tant pour identifier les sources des difficultés rencontrées dans l'application d'une norme que pour proposer des solutions à ces problèmes en transposant par exemple, ou bien en l'adaptant, une solution retenue dans l'un des États objets de la comparaison. Cet intérêt du droit comparé a déjà été mis en exergue par une

---

[19] Jean-Marc FAVRET, *L'essentiel de l'Union européenne. Ses institutions et son droit*, éd. Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 12° éd., 2012-2013, p. 77.

[20] Michel FROMONT, *Grands systèmes de droits étrangers*, Dalloz, Coll. « Mémentos », 7° éd., 2013, p. 2 ; Alessandro BERNARDI, « Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei », *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2002, vol. 46, n. 4, pp. 788-789 et 796.

[21] V. en ce sens Aristide LEVI, « L'apport du droit comparé à la recherche juridique prospective », *Revue internationale de droit comparé* avr.-juin 1995, n° 2, vol. 47, pp. 497-502 : « L'une des particularités de l'étude était donc de ne pas pouvoir se borner à procéder, comme il est d'usage dans les travaux de droit comparé, à l'analyse d'une institution particulière et de ses homologues dans des systèmes étrangers ».

[22] Michel FROMONT, *Grands systèmes de droits étrangers*, Dalloz, Coll. « Mémentos », 7° éd., 2013, p. 1.

partie de la doctrine qui estime que « Dans une telle recherche aussi, la contribution du droit comparé s'imposait. Non pas cette fois en préalable à une réflexion visant à la création d'une structure nouvelle [...], mais, pour analyser, à l'aune d'un modèle étranger de référence, le régime, le fonctionnement et les raisons du relatif insuccès d'une forme juridique importée en France »[23]. Par ailleurs, en ce qui concerne les matières qui font l'objet d'une politique communautaire, il est possible de penser que l'étude des divers régimes juridiques des États membres de l'Union européenne peut recouvrir une dimension prospective, en ce qu'elle peut être utile au renforcement de l'harmonisation des droits nationaux : en effet, l'étude comparative permet de repérer, dans certains pays, les « brèches » qui font obstacle à une harmonisation parfaite des législations et qui nuisent à l'efficacité de la politique commune[24], comme l'explique Alessandro BERNARDI qui considère que « la comparaison doit servir à une connaissance plus approfondie et consciente de notre ordre juridique ; et plus encore l'idée selon laquelle [le fruti de] la comparaison tend naturellement à se concrétiser devant le Parlement, même en matière pénale »[25]. Ceci est particulièrement vrai en matière d'abus de marché, puisque certains États ne répriment pas toutes les infractions de ce type ou prévoient des sanctions insuffisamment dissuasives, ce qui peut inciter leurs auteurs à opérer sur des territoires où les législateurs sont plus complaisants, portant ainsi atteinte à l'intégrité des marchés financiers de l'ensemble des États de l'Union européenne et donc à l'ordre public économique européen.

---

[23] Bernard STIRN, « Droit comparé - De l'intérêt de faire vivre le droit comparé », *JCP G* 24 sept. 2012, n° 39, doctr. 1025 (soulignement par nous). L'auteur ajoute à ce propos que « Notre approche du droit comparé est tout autre. Elle est rigoureusement utilitariste. En toute hypothèse, cette discipline est, pour nous, un outil au service d'une problématique française [...] ».

[24] « Au cœur des activités quotidiennes, le droit de l'Union européenne et celui de la Convention européenne des droits de l'homme sont certes de plus en plus accessibles, connus, maîtrisés. Mais le droit européen se compose aussi des différents droits nationaux, qui entretiennent avec le droit de l'Union et le droit conventionnel un mouvement constant d'interaction, de fécondation réciproque, de fertilisation croisée. Aussi la connaissance des différents droits nationaux s'impose-t-elle pour comprendre les échanges à partir desquels le droit européen se constitue progressivement », *in* Bernard Stirn, *ibid.*

[25] Texte original : « *la comparazione deve essere funzionale ad una più approfondita e consapevole conoscenza del proprio ordinamento; e più ancora all'idea in base alla quale la comparazione, anche in ambito penale, tende naturalmente a concretizzarsi in sede legislativa* », *in* Alessandro BERNARDI, « Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei », *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2002, vol. 46, n. 4, p. et 799.

5. Le choix de la comparaison avec l'Italie : En ce qui concerne le choix du pays retenu d'autre part, d'un point de vue général, les systèmes de droit français et italien sont tous deux d'inspiration germano-latine. Les ressemblances entre ces États sont d'autant plus importantes, que l'Italie a subi l'occupation napoléonienne et a bénéficié de l'arsenal juridique mis en place par l'Empire français : les royaumes d'Italie et de Naples ont été régis par les codes rédigés par les juristes de Napoléon de 1806 à 1814. Puis, au cours de l'unification italienne, le roi Vittorio-Emanuele I, a étendu les codes nouvellement entrés en vigueur et inspirés du modèle français à tous les territoires peu à peu intégrés à l' État italien. En outre et surtout, la politique européenne a contribué à renforcer les ressemblances entre les États. Pourtant, les mentalités juridiques diffèrent encore, notamment du fait de l'histoire des deux pays et des coutumes qui en découlent. En particulier, l'Italie s'est davantage tournée vers le droit allemand au cours du vingtième siècle, principalement en matière civile. Les cultures française et italienne imprègnent les politiques juridiques mises en place ces États. Par exemple, la Cour constitutionnelle italienne n'a pas d'attributions particulières en matière de protection des droits de l'Homme, sauf lorsqu'elle est saisie d'une exception d'inconstitutionnalité transmise par une juridiction. Pourtant, elle n'a cessé de développer une jurisprudence toujours plus protectrice des droits de la défense ou des droits des détenus[26].

Enfin, de façon plus précise, les régimes de répression des abus de marché, s'ils présentent des points communs en France et en Italie, se distinguent également sur quelques aspects. En premier lieu, du fait d'une harmonisation européenne de la législation en matière boursière – ce qui sera évoqué successivement – les définitions des abus de marché sont très proches. Pourtant, les sanctions prévues par le législateur diffèrent notamment en ce que l'Italie, pour certaines formes d'abus de marché, ne prévoit pas de sanctions pécuniaires, mais seulement des peines privatives de liberté, ce qui peut paraître étonnant puisque les délits d'initiés et manipulations de marché « *empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable indispensable aux opérations pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés financiers intégrés* »[27] ; ils portent en quelque sorte atteinte à l'ordre public

[26] V. en ce sens Michel FROMONT, *Grands systèmes de droits étrangers*, Dalloz, Coll. « Mémentos », 7ème éd., 2013, p. 65.

[27] Considérant n° 15, directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janv. 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

économique et l'absence de sanction pécuniaire peut ainsi paraître surprenante et contestable du point de vue de la fonction dissuasive du droit pénal. La perplexité peut encore augmenter lorsque l'on s'aperçoit les incrimiantions italiennes boursières se trouvent dans le Code pénal, dans le texte unique en matière d'intermédiation financière[28], mais également dans le Code civil, alors qu'en France, elles sont regoupées au sein du Code monétaire et financier, ce qui n'est pas sans interroger sur les valeurs sociales protégées par les différentes infractions.

Par ailleurs, en ce qui concerne la procédure de répression des abus de marché, même si la France et l'Italie avaient opté pour un système de cumul des procédures administrative et pénale de sanction, récemment remis en cause par les jurisprudences des cours européennes[29], les abus de marché ne relèvent pas de juridictions pénales identiques : le premier des deux pays attribue ces infractions à une juridiction spécialisée en la matière, le procureur de la République financier comme autorité de poursuite et le Tribunal de Paris comme juridiction d'instruction et de jugement, alors que le second désigne comme compétentes les juridictions de droit commun en matière délictuelle, parfois même dans sa formation à juge unique, ce qui peut là encore susciter des perplexités au vu de la technicité de la règlementation *lato sensu*[30] en matière boursière.

De plus, les législations italienne et française diffèrent en ce qui concerne les modalités de mise en œuvre de la responsabilité des personnes morales suite à la commission d'une opération d'initié ou d'une manipulation de marché. La France admet de façon générale la responsabilité pénale des personnes morales[31]. Cette responsabilité peut

---

[28] D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998.

[29] C.J.U.E., gde ch., 26 fév. 2013, n° C-617/10, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson* et CourE.D.H., 4 mars 2014, req n°s 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10, *Grande Stevens et autres c. Italie* ; *Rev. sc. crim.* 16 juin 2014, n° 1, p. 106, obs. Frédéric STASIAK ; *RJEP* nov. 2014, n° 724, comm. 48, Gabriel ECKERT.

[30] Sont entendus par « réglementation *lato sensu* en matière boursière », les dispositions législatives et réglementaires à caractère pénal se trouvant dans le Code monétaire et financier, ainsi que les règles contenues dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, pour la France, et l'ensemble des dispositions contenues dans le *Testo unico della intermediazione finanziaria* pour l'Italie (D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge n. 52 del 6 febbraio 1996 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998).

[31] Le principe de spécialité de la responsabilité pénale des personnes morales a disparu avec l'entrée en vigueur au 1er janvier 2005 de la loi n° 2004-204 du 9 mars 2004[31]

être engagée dès lors qu'une infraction a été commise par un organe ou représentant de la personne morale pour le compte de celle-ci. En revanche, l'Italie a mis en place une responsabilité « *administrative dérivant d'une infraction pénale* » [32] qui requiert la commission d'une infraction par un dirigeant ou préposé de la personne morale, mais également une faute dans l'administration, la gestion ou le contrôle de la personne morale. Il s'agit d'une responsabilité hybride, à mi-chemin entre le droit pénal et le droit administratif[33]. C'est donc l'ensemble de ces divergences qui rendent intéressante la comparaison entre le droit italien et le droit français dans le domaine de la répression des abus de marché.

Section 2. Aperçu de l'évolution du contrôle des marchés financiers et de la répression en matière boursière

6. La naissance de la Bourse : La « Bourse » peut être définie comme une « partie du marché financier [...] où se fixe le cours des valeurs par la confrontation de l'offre et de la demande »[34]. Les activités de bourse et les opérations illicites y afférant ne sont pas des phénomènes récents. En effet, il est possible de trouver des traces des premiers courtiers en France au douzième siècle ; ils étaient alors chargés de contrôler et de réguler les dettes des communautés agricoles pour le compte des banques. Le terme « Bourse » serait, quant à lui, apparu au quatorzième siècle et aurait pour origine le nom d'une place de Bruges en Flandre[35]. Les activités de négoce des monnaies, des métaux précieux, et ultérieurement des lettres de change, étaient déjà règlementées par une ordonnance de Philippe le Bel de 1304 relative au statut des personnes appelées « ceux de change », à savoir celles qui avaient la charge de telles affaires. En Italie, des activités

---

[32] D.lgs. del 8 giugno 2001, n. 231/2001, « Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300 », *G.U.* n. 140 del 19 giugno 2001 : le décret législatif instaure une responsabilité pénale spéciale, consacré à l'article 25-*ter* du décret législatif n° 231/2001 du 8 juin 2001.

[33] Cf. le rapport accompagnant le décret législatif n. 231/2001 : *Relazione* al d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, p. 12, §1.1.

[34] Claude-Danièle ÉCHAUDEMAISON et autres, *Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales*, Nathan, 6° éd., 2005, V° « Bourse des valeurs », p. 49.

[35] Cette place, sur laquelle de nombreux marchands échangeaient et négociaient, tenait son nom de la famille Van den Buerse. Cette pratique a été institutionnalisée avec la création de la Bourse de Bruges en 1309, alors qu'en France la première bourse organisée a vu le jour à Lyon seulement en 1540.

semblables, ainsi que les opérations réalisées sur les titres de la dette publique se déroulaient sur l'une des places de la ville de Milan et dans d'autres villes importantes.
Aux quinzième et seizième siècles, le mot « *aggio* » apparaît dans le langage florentin ; à cette époque, il désigne la différence de cours liée à toute opération de change. Il était également utilisé par la magistrature mise en place par Machiavelli, en particulier au cours des « instructions » qu'elle menait. A son arrivée en France, le terme se dote du suffixe « - tage », qui a toujours indiqué une action ou le résultat de cette action. De ce fait, le terme est peu à peu utilisé pour désigner une action qui vise à créer « de manière artificielle les conditions pour [obtenir] une différence de cours »[36]. En 1636, en Hollande survient le premier krach boursier, suite à l'effondrement brutal du cours des bulbes de tulipe après une augmentation vertigineuse de celui-ci durant les mois précédents. Au dix-septième siècle, les Hollandais commencent à utiliser la Bourse pour financer les entreprises, et en 1688, les actions et obligations sont cotées à la Bourse de Londres. Au même moment et jusqu'en 1720, en France et en Italie, les activités boursières regardent avant tout la dette publique, alors que le financement des entreprises restent l'apanage des notaires et des banquiers.
Dès lors, la règlementation boursière fait son apparition : en effet, John Law de Lauriston, banquier et économiste écossais, crée la Compagnie des Indes et remplace la monnaie métallurgique par la monnaie fiduciaire. Il induit les investisseurs à souscrire aux actions de la Compagnie qui rachète alors les dettes de la couronne britannique. Pour pouvoir financer les dépenses royales, John Law encourage les cours à la hausse par le biais de manipulations de cours, afin que les titres soient achetés en toute confiance. Ses agissements entraînent une augmentation rapide et vertigineuse des cours, accompagnée d'une inflation significative, ce qui pousse l'économiste à réduire la valeur des billets en circulation. A ce moment, une méfiance généralisée se répand au sein des investisseurs, les cours s'effondrent provoquant un nouveau krach boursier et portant à la ruine de grandes familles bourgeoises européennes. Pour répondre à cet acte illicite, le Parlement britannique adopte le « *Bubble Act* » en 1720 sous le règne de Georges Ier de Hanovre, qui entre autres, punit les comportements destinés à « *altérer de*

[36] Texte original : « *[crea] artificiosamente le condizioni per un differenziale di prezzo* », Fabrizio LEMME, «Forme di manifestazione di aggiotaggio su titoli », in Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, p. 58.

façon artificielle le marché des titres »[37] et constitue l'une des premières normes qui répriment les manipulations de marché.

En France, un arrêté du 24 septembre 1724 institue dans l'Hôtel de Nevers la Bourse de Paris, qui centralise les négociations des titres en circulation, et la place sous le contrôle du lieutenant général de la police. L'on voit naître les prémices du contrôle de l'autorité publique sur les activités boursières. Par ailleurs, un *numerus clausus* vient limiter le nombre d'agents de change à soixante ; ils sont regroupés au sein de la Compagnie des agents de change dotée de pouvoirs d'autorégulation et qui instaure une discipline interne. L'arrêté met également en place une forme de « prévention » d'infractions boursières, puisqu'il impose que les négociations soient effectuées à la criée afin d'éviter les manipulations de cours. Il convient de remarquer que se dessinent dès le dix-huitième siècle les contours actuels de la règlementation des activités boursières : contrôle public sur une partie des activités liées à la bourse (aujourd'hui, des autorités administratives indépendantes, l'Autorité des marchés financiers en France, et la *Commissione nazionale per le società e per la borsa* [Commission nationale pour les sociétés et pour la bourse] en Italie opèrent ce contrôle) ; règles « éthiques » pour les professionnels de la bourse ; répression des manipulations de cours (aujourd'hui, la sanction s'étend également aux opérations d'initiés et à la diffusion d'informations fausses, inexactes ou mensongères) ; et prévention de ces infractions (cf. entre autres, l'actuelle discipline sur la transparence de l'information financière, laquelle sera développée ultérieurement).

7. La mise en place d'un contrôle public des activités boursières : Suite à la Révolution française de 1789, la loi d'Allarde des 2 et 17 mars 1791 supprime les corporations : les agents de change récupèrent leur statut d'officiers ministériels et la Compagnie des agents de change est dissoute. De plus, l'intermédiation boursière est déclarée incompatible avec l'exercice d'autres activités, mais reste règlementée puisqu'elle doit faire l'objet d'une patente et d'une déclaration au tribunal de commerce. Au cours de cette période, l'agiotage connait un essor considérable ce qui conduit le pouvoir en place à édicter de nouvelles mesures par le biais d'une loi du 17 octobre 1795 : la bourse est alors soumise à la police administrative (alors qu'auparavant, elle relevait de la compétence du lieutenant général de la police). Son contrôle passe donc

[37] Texte original : « *deliberate manipulation of stock market* » (Bubble act, 1720).

aux mains des autorités administratives et cet état de fait se maintiendra jusqu'à aujourd'hui, même si les organes en charge de la surveillance de la bourse changeront au cours des siècles. Par ailleurs, le nombre d'intermédiaires officiels est fixé à vingt-cinq et ceux-ci ne peuvent réaliser que les opérations reconnues par les tribunaux ; en effet, les opérations à terme sont considérées comme illégales par la jurisprudence de la Cour de cassation[38]. Les sanctions encourues en cas de violation de la règlementation, c'est-à-dire en cas de commission de manipulations de cours, de conclusion d'opérations à terme ou d'opérations licites mais en-dehors des heures légales d'ouverture de la bourse sont élevées : les contrevenants encourent deux années de détention ainsi que « **la confiscation de [leurs] biens** » et « **l'exposition en public, avec écriteau sur la poitrine, portant la mention « agioteur »** »[39]. La nature de ces sanctions est très intéressante puisqu'elle permet de remarquer qu'il existe déjà au dix-huitième siècle une partie des catégories des sanctions appliquées aujourd'hui en matière boursière, à savoir la privation de liberté, la sanction de confiscation et une publicité de la condamnation, qui à l'heure actuelle comme auparavant, jette l'opprobre sur l'auteur des violations de la règlementation et protège les investisseurs d'un professionnel aux pratiques douteuses. En 1801, renaît la Compagnie des agents de changes, qui par là-même récupèrent leur statut d'officiers ministériels et en 1807, leur monopole est consacré dans le Code de commerce. Jusque 1816, la bourse reste sous la tutelle des ministères de l'Intérieur et des Finances ; puis, ne subsiste que le premier des deux ministères même si un commissaire de police est dédié aux affaires boursières. La même évolution survient en Italie du fait des conquêtes napoléoniennes et de la diffusion des codes de l'Empereur : un régime de contrôle public de la bourse est mis en place et le nombre de courtiers est limité par un décret de 1813. En France, les agents de change élisent un syndic, et en Italie, *la Camera di commercio* (Chambre de commerce) est instituée par la loi n° 102 du 10 mars 1808 ; elle a pour objectif d'organiser une « bourse » selon le modèle français et possède une fonction consultative pour toutes les questions relatives à l'essor des marchés. Elle doit également constater tous les moyens

---

[38] Une opération à terme peut se définir comme une « **opération de bourse dont les conditions sont fixées le jour de la négociate date de liquidation** », *in* Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 9° éd., 2012, V° « Opération à terme », p. 916. Elle s'oppose aux opérations « au comptant », pour lesquelles la livraison des titres et le règlement du prix doivent intervenir à brève échéance après la conclusion de la transaction.

[39] Paul LAGNEAU-YMONET, Angelo RIVA, *Histoire de la Bourse*, éd. La découverte, Coll. « Repères », 2012, p. 20.

utilisés pour faire prospérer les échanges et trouver les causes des blocages et les échecs du développement de telles activités. Le syndic français, quant à lui, a pour rôle de rédiger un règlement interne et de constater les infractions aux normes mises en place par lui pour ensuite en faire part au commissaire de police en charge de la bourse. Là encore, il est possible de retrouver un mécanisme que notre droit positif connait : à savoir la collaboration entre les autorités publiques et les autorités judiciaires, qui se matérialise aujourd'hui dans l'obligation pour le président de l'Autorité des marchés financiers ou de la Consob, d'aviser l'autorité judiciaire des comportements dont elles ont connaissance, susceptibles de constituer des infractions pénales à la règlementation boursière[40]. En 1826, la Bourse de Paris s'installe au Palais Brongniart, où elle restera jusqu'en 1986.

A partir des années 1840, l'activité boursière fourmille en France comme en Italie. Dans le premier de ces deux pays, les industries utilisent la bourse pour réunir des capitaux ; c'est à ce moment que la fonction de financement des entreprises connait un premier essor significatif. Le recours à la capitalisation boursière se révèle fort utile pour les compagnies qui construisent des chemins de fer. Dans le second de ces pays, c'est en 1859 que le premier titre d'une compagnie ferroviaire est coté, mais dans ce secteur, les activités boursières se développent surtout au cours des années 1870. Par ailleurs, dès 1861, le roi Vittorio-Emanuele I émet de nombreux titres relatifs à la dette publique, afin qu'il puisse mettre en œuvre le processus d'unification des différents royaumes de la péninsule. Jusque 1848, en France, de nombreux titres sont émis mais les banques n'arrivent pas à trouver acquéreur pour tous ces titres ; de ce fait, les cours s'effondrent et les faillites bancaires se multiplient.

Suite à cette crise, l'organisation des professionnels de l'intermédiation change : les commis qui aident les agents de change à fixer le cours des valeurs objets des échanges, en se basant sur l'ensemble des ordres reçus par les clients, voient la partie variable de leur rémunération annexée sur le bénéfice des charges, et non plus sur le chiffre d'affaires, ce qui les incite à procéder à des opérations en adéquation avec leur assise financière. Cependant, une telle règlementation, qui vise à réduire les manœuvres spéculatives risquées, pousse un nombre important de commis qui occupaient des

[40] Art. L. 620-1, C. mon. fin. et art. 187-decies, 1 et 2, *Testo unico in materia di intermediazione finanziaria* : Testo unico della intermediazione finanziaria (D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998).

petites charges à reconstituer la « coulisse », qui représente un groupe d'intermédiaires officieux qui pratiquent surtout les opérations à terme et de gré à gré. La coulisse existait avant la création de la Compagnie des agents de change et avant même qu'un contrôle public sur la bourse ne soit institué. Elle permet aux individus de réaliser des opérations aussi avantageuses que ruineuses, mais qui restent en tout état de cause illégales à cette époque, quoique tolérées, puisque réalisées « en marge des règles officielles »[41]. Il s'agit là encore d'une ressemblance avec l'époque actuelle, puisqu'encore aujourd'hui il est possible de distinguer d'une part, les marchés règlementés qui font l'objet d'une législation stricte avec une priorité axée sur la transparence du fonctionnement des marchés et la qualité de l'information donnée aux investisseurs ; et d'autre part, les marchés de gré à gré et hors cote dont la règlementation est largement assouplie et favorise la réalisation d'opérations spéculatives risquées pouvant apporter de grands profits. Il n'est pas étonnant que ces marchés « parallèles » aient toujours existé, certains intermédiaires cherchant seulement à multiplier les gains vertigineux et rapides, ce qu'ont constaté les membres de la commission en charge d'examiner le projet de loi français sur l'agiotage en 1846 : « La richesse est entourée de tant de faveurs, notre société accorde tant de privilèges de toute nature à celui qui la possède, abstraction faite de sa valeur personnelle qu'on ne saurait être surpris de voir un si grand nombre de gens disposés à se lancer avec ardeur dans ces spéculations hasardeuses qui doivent en peu de temps amener leur ruine ou leur créer une position brillante. La médiocrité armée d'un capital a de si grands avantages sur l'intelligence dépourvue, qu'on ne doit pas s'étonner de voir tant de gens solliciter par des moyens trop souvent coupables l'heureux évènement qui peut les faire sortir de leur infériorité »[42]. C'est également en 1848, que le syndic obtient le pouvoir de sélectionner les titres qui font l'objet d'une cotation officielle, sans qu'il rende public les critères d'admission à une telle cotation.

8. La capitalisation boursière au soutien de la deuxième révolution industrielle : De 1890 à 1915, le visage de la bourse mute de part et d'autre de la chaîne alpine : le

---

[41] Paul LAGNEAU-YMONET, Angelo RIVA, *Histoire de la Bourse*, éd. La découverte, Coll. « Repères », 2012, p. 9.

[42] *Rapport de la commission chargée d'examiner le projet de loi sur l'agiotage*, Charles Gabriel BAUDOUIN et Conférence MOLÉ, 1846.

recours à la capitalisation par le biais des valeurs mobilières se répand de façon considérable avec la nouvelle phase de développement industriel, même si l'autofinancement reste le mode dominant pour rassembler des fonds. En effet, les entreprises qui gèrent des services collectifs (distribution de gaz…) ont recours à la capitalisation boursière, mais également d'autres industries qui se développent en cette période. Pour autant, du côté des particuliers, seuls les individus les plus aisés accèdent à l'investissement boursier, alors que les personnes aux situations plus modestes laissent la gestion de leurs minces économies aux caisses d'épargne. Malgré tout, les particuliers qui se trouvent en-dehors du cercle restreint des professionnels de la bourse, ne passent que des ordres ponctuels et relatifs à des petits volumes de titres financiers, ce qui contraste avec la pratique des spécialistes. Par ailleurs, on assiste à un phénomène d'« internationalisation » des bourses, car aux titres concernant la dette publique française, viennent s'ajouter ceux relatifs aux dettes des États étrangers. En Italie, la loi n° 272 du 30 mars 1913[43] répartit entre le ministère des Finances, *la Camera di commercio* (Chambre de commerce) et *le Sindacato dei mediatori* (Syndic des courtiers), les fonctions de contrôle, de surveillance et de gestion des bourses, lesquelles après s'être multipliées dans les grandes villes, perdent peu à peu leur importance au profit de la place de Rome ; il y a donc un contrôle public sur l'activité financière. Enfin, une autre évolution vient modifier les contours du négoce des valeurs mobilières : les opérations à terme sont légalisées par une loi du 28 mars 1885[44], ce qui induit la Cour de cassation française a redéfinir le monopole et la responsabilité des agents de change aux seules opérations qui regardent les titres admis à la cotation officielle[45].

Durant la Première guerre mondiale, les bourses fonctionnent au ralenti : elles n'ouvrent que quelques heures par jour, quand elles ne sont pas fermées pendant plusieurs semaines. Les opérations à terme sur la dette publique sont interdites en France ; celles qui concernent les autres valeurs mobilières sont limitées par les banques, comme en Italie, puisque l'objectif est de maintenir la stabilité du cours des monnaies. Cette interdiction des opérations à terme perdure jusqu'en 1927 en France. Entre 1915 et jusqu'à la crise de 1929, les volumes de valeurs mobilières échangées augmentent et

[43] Legge del 20 marzo 1913, n. 272 « sull'ordinamento delle Borse di commercio, l'esercizio della mediazione e le tasse sui contratti di Borsa », *G.U.* n. 87 del 14 apr. 1913.

[44] Loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, *J.O.R.F.* du 8 avr. 1885, p. 1849 ; *Sirey* 1985, IV, pp. 25-32.

[45] Cass. civ., 22 avr. et 29 juin 1885, *D.P.* 1985, I, p. 275.

leurs cours s'élèvent. Par ailleurs, une loi du 3 décembre 192646 vient étendre aux valeurs mobilières les délits d'altération des prix qui se trouvaient aux articles 419 à 421 de l'ancien Code pénal, consacrant ainsi la première forme du délit de manipulation de cours. En Italie, c'est à ce moment qu'est aménagée la Piazza degli affari de Milan, dont la construction s'achève en 1932. Avec l'arrivée du parti fasciste au pouvoir au début des années 1930, l'intervention de l'État italien dans l'activité boursière va croissante : les dépenses de guerre drainent de nombreux échanges financiers ; cependant, les titres sont transmis d'un propriétaire à un autre de façon nominative. La France connaît également un renforcement des règles relatives aux professionnels : les membres de la « coulisse » sont insérés au sein de la Chambre des courtiers en valeurs mobilières, qui s'ajoute à la Compagnie des agents de change. La première des deux organisations est créée en vue de limiter les opérations à risque et de faire disparaître les échanges de gré à gré. Une loi du 14 février 1942 crée le Comité des bourses de valeurs qui décide de l'admission ou de la radiation des titres à la cote officielle, prend des décisions individuelles à l'encontre des professionnels et donne son avis sur toute question à caractère général concernant les bourses de valeurs.

9. Les caractéristiques des marchés boursiers d'après-guerre : La Seconde guerre mondiale entraine à nouveau une fermeture de la bourse. En France les cotations reprennent le 10 octobre 1945, alors que le marché à terme fonctionne à nouveau en 1949. En France comme en Italie, les années d'après-guerre sont plutôt des années fastes puisque le volume des titres échangés explose et les cours augmentent rapidement et de façon significative. Par ailleurs, dans les deux pays, les publications relatives à l'activité financière se développent : par exemple, dans l'Hexagone, la Compagnie des agents de change fait paraître en 1964 *L'Année boursière* qui regroupe des analyses qualitatives et quantitatives sur les opérations financières ; en Italie, les registres de cotation qui indiquent les valeurs officielles et le cours de celles-ci se multiplient. Le *Centro elettronico borsa* (Centre électronique de la Bourse) fait son apparition en 1961 grâce à quelques intermédiaires qui commencent à concevoir le traitement automatisé des données en matière boursière. C'est aussi à cette époque que naissent les sociétés d'investissement à capital variable (en 1964 en France), et les fonds communs de placement (en 1964 en Italie, et en 1979 en France).

[46] Loi du 3 décembre 1926 modifiant les articles 419, 420 et 421 du Code pénal.

L'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967[47] crée la Commission des opérations de bourse (COB), en charge du contrôle de l'information publique donnée aux investisseurs, et la même année, nait en Italie l'*Ordine professionale degli agenti di cambio* (Ordre professionnel des agents de change)[48]. Sept ans plus tard, la Commission nationale pour les sociétés et pour la Bourse (*Commissione nazionale per le società e per la Borsa* ou Consob) est instituée par une loi 7 juin 1974[49]. Par cette loi, la Commission obtient des compétences et des fonctions qui jusqu'alors appartenaient au Ministre du Trésor, en particulier un pouvoir de contrôle exercé sur les marchés de valeurs mobilières. Son champ d'action est à cette époque beaucoup moins vaste que l'actuel. En 1978, une entité appelée *Montetitoli* est dédiée à la conservation et à la centralisation des valeurs mobilières et en 1985, le tableau d'affichage mécanique qui indiquait le cours des valeurs mobilières est remplacé par un tableau électronique. Par une loi du 23 mars 1983[50], la compétence de la Consob est étendue à la protection de l'épargne publique et deux ans plus tard[51], elle acquiert la personnalité juridique et devient une autorité indépendante, alors qu'en France, il faut attendre la création de l'Autorité des marchés financiers en 2003, pour que l'organe en charge de leur régulation soit pourvu de la personnalité morale. Le droit pénal boursier français nait quant à lui de la création de délits spécifiques (même si les manipulations de cours existent depuis 1926), à savoir les délits d'initié et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, par le biais de la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970[52], qui vient modifier l'ordonnance du 28 septembre 1967 en intégrant en son sein les textes d'incrimination dans un article 10-1. Puis, la loi

---

[47] Ordonnance n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 29 sept. 1967, p. 9589.

[48] Legge del 29 maggio 1967, n. 402/1967, « sull'ordinamento della professione degli agenti di cambio », *G.U.* n. 150 del 17 giugno 1967.

[49] Legge del 7 giugno 1974, n. 216/1974, « istitutiva della Consob », *G.U.* n. 149 del 8 giugno 1974.

[50] Legge del 23 marzo 1983, n. 77/1983, « Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare », *G.U.* n. 85 del 28 marzo 1983.

[51] Legge del 4 giugno 1985, n. 281/1985, « Disposizioni sull'ordinamento della Commissione nazionale per le società e la borsa; norme per l'identificazione dei soci delle società con azioni quotate in borsa e delle società per azioni esercenti il credito; norme di attuazione delle direttive CEE 79/279, 80/390 e 82/121 in materia di mercato dei valori mobiliari e disposizioni per la tutela del risparmio », *G.U.* n. 142 del 18 giugno 1985 (*supplemento ordinario*).

[52] Loi n° 70-1208 du 22 déc. 1970 portant modification de la loi n° 66-537 du 24 juil. 1966 sur les sociétés commerciales et de l'ordonnance n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 24 déc. 1970, p. 11891.

n° 85-1321 du 14 décembre 1985[53] attribue à la Commission des opérations de bourse un pouvoir règlementaire. Elle est ensuite dotée d'un pouvoir de sanction par la loi n° 89-531 du 2 août 1989[54], qui crée un article 9-2 au sein de l'ordonnance du 28 septembre 1967[55], et enfin, en 1996, elle est qualifiée d'autorité administrative indépendante par le législateur[56]. La période allant de la fin des années 1960 aux années 1980 marque le début de la construction du système actuel de régulation des marchés financiers et de répression des infractions boursières. Ces mutations législatives s'expliquent par la fin des « Trente glorieuses », la crise économique et financière qui a suivi, et les réductions du nombre d'entreprises par le biais des phénomènes de concentration. Ces derniers ont entraîné des besoins accrus de financement des sociétés, nécessitant ainsi l'instauration d'un climat de confiance des « petits investisseurs » envers les marchés financiers, en démontrant la fiabilité de ces derniers par leur règlementation[57]. Celle-ci avait également pour but d'attirer les investisseurs étrangers et d'assurer la compétitivité de la Bourse de Paris sur la scène internationale.

10. La naissance du « droit répressif communautaire de la Bourse » : Au niveau européen, les États mettent également un place une politique commune, rendue nécessaire et évidente du fait de la libre circulation des capitaux et des personnes, héritage du traité de Rome du 25 mars 1957[58]. En effet, la directive n° 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989[59] vient définir le délit d'initié et l'information privilégiée, objet central de ce délit. Toutefois, cette directive présente de nombreuses lacunes

---

[53] Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créance négociables, des sociétés et des opérations de bourse, *J.O.R.F.* du 15 déc. 1985, p. 14598.

[54] Loi n° 89-531 du 2 août 1989, relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, *J.O.R.F.* du 4 août 1989, p. 9822.

[55] Ordonnance n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 29 sept. 1967, p. 9589.

[56] Loi n° 96-597 du 2 juil. 1996 de modernisation des activités financières, *J.O.R.F.* n° 154 du 4 juil. 1996, p. 10063.

[57] Didier MARTIN, Eric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels », 2013, p. 3.

[58] Sur ce point cf. Luis ARRAYO ZAPATERO, Valentine BÜCK, Guido CASAROLI et autres, *Droit pénal des affaires en Europe*, sous la direction de Geneviève GIUDICELLI-DELAGE, éd. P.U.F., Collection « Thémis droit », 2006, pp. 360 s.

[59] Directive n° 89/592/CEE du Conseil du 13 nov. 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, *J.O.C.E.* L 334 du 18 nov. 1989, pp. 30-32.

puisqu'elle ne traite absolument pas de la répression des manipulations de marché, et notamment des manipulations de cours, dont il a été vu qu'elles existent depuis des siècles[60]. De plus les États membres éprouvent parfois des difficultés pour transposer les normes communautaires dans leur ordre juridique interne du fait des caractéristiques locales de leurs propres marchés. C'est le cas par exemple de l'Italie, où leur développement est encore considéré comme timide et où de nombreux universitaires et opérateurs économiques mettent en garde contre l'importation de modèles de protection, inspirés de ceux des États-Unis ou du Royaume-Uni, qui ne seraient pas réellement adaptés à l'organisation des marchés italiens[61].

11. La dématérialisation des marchés financiers et l'accélération des transactions : Dans les années 1990, la création de normes relatives à la matière boursière s'accélère en France comme en Italie, comme si les deux pays réalisaient que les institutions mises en place ne suffisaient pas à enrayer la criminalité boursière en plein essor, alors que les marchés financiers connaissent une nouvelle évolution en s'ouvrant à des milliers d'épargnants. En effet, en 1991, Pierre BEZARD, alors procureur de la République près le Tribunal de grande instance de Paris déclarait : « Depuis qu'il y a en France de nombreux investisseurs, près de neuf millions, l'éthique est devenue tout à fait différente. Ce sont des gens qui ne cherchent pas à faire de la spéculation à proprement parler, mais à avoir une meilleure rentabilité de leurs actions tout en contribuant à un effort économique pour aider les entreprises en apportant leur argent. A l'heure actuelle, en France, comme dans d'autres pays, il y a maintenant des réflexes extrêmement hostiles, même dans la grande presse, ou au niveau des média, à l'encontre de tout ce qui touche à la manipulation de l'argent,

---

[60] V. en ce sens Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 381-382. Les premières formes du délit de manipulation de cours, ou agiotage, étaient déjà présentes dans le Code pénal italien de 1986, dit Code Zanardelli : deux articles concernaient ce délit (l'article 293 relatif à l'agiotage de droit commun et l'article 326 qui concernait si l'agiotage sur le prix des marchandises).

[61] Cf. en ce sens, Alberto ALESSANDRI, « Offerta di investimenti finanziari e tutela penale del risparmiatore », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 208-209 : l'auteur explique dans son intervention que les modèles pénaux d'incrimination ne peuvent être compris et évalués dans leur efficacité que dans le contexte juridique national dans lequel ils ont été mis en place, et qu'il n'est pas nécessairement possible de les exporter sans adaptation, du fait, au sein de chaque pays, des rôles différents joués par les intermédiaires financiers, de la diverse organisation des marchés boursiers et des modalités de contrôle variables de ces marchés.

aux opérations d'initiés. Je pense qu'effectivement les juges sont mieux préparés à être sévères étant donné qu'ils sont maintenant soutenus par l'ensemble de la population »[62]. Ce bouillonnement législatif et règlementaire est donc le fruit d'une mutation rapide et intégrale du monde de la bourse. En Italie, les fonds d'investissement commun se multiplient entrainant deux conséquences positives sur le marché des valeurs mobilières : les cours augmentent de façon sensible et de plus en plus d'épargnants ont accès à l'investissement boursier. Le 20 février 1986, en France, est créé le Marché à terme d'instruments financiers (Matif), sur lequel les banques sont autorisées à négocier, alors que les agents de change conservent un monopole sur le Marché des options négociables de Paris (Monep). La Compagnie des agents de change et le statut d'officier ministériel disparaissent le 22 janvier 1988, avec la promulgation de la loi sur les bourses de valeurs[63] ; au 1er janvier de cette même année, les agents de change revêtaient déjà la fonction de dirigeants de société de bourse, financièrement indépendantes ou rattachées à des institutions financières. Le 1er janvier 1992, le nombre d'agents de change n'est plus limité par un *numerus clausus*. Parmi les institutions françaises, on trouve la Société des bourses françaises en charge de l'organisation des opérations financières, ainsi que le Conseil des bourses de valeurs et l'Association française des sociétés en bourse tous deux en charge des attributions représentatives et syndicales qui appartenaient auparavant à la Chambre syndicale de la Compagnie. En Italie, ce sont des transformations similaires qui interviennent : la loi n° 1 du 2 janvier 1991[64] supprime le monopole des agents de change en matière de contrats boursiers et les sociétés d'intermédiation mobilière (SIM) apparaissent. Tous les anciens organes de la bourse sont remplacés par un unique Conseil de la Bourse, qui a son siège à Milan et qui représente toutes les composantes du marché (la Banque d'Italie, les établissements de crédit, les sociétés d'intermédiation mobilière et les chambres de commerce). Par ailleurs, la même année, la Consob se voit attribuer la

---

[62] Pierre BEZARD, Débats sur la Première partie : ouverture des travaux du colloque, *in* Actes du colloque : Moralité financière et coopération internationale, *in L'éthique des marchés financiers*, publié sous la direction de MM. Jean-Victor LOUIS et Diego DEVOS, éd. de l'Université de Bruxelles, Coll. « Etudes européennes » dirigées par l'Institut d'Etudes européennes, 1991 ; cet avis est partagé à la même période par des auteurs italiens : v. pour exemple Angelo Raffaele LATAGLIATA, « Tutela della trasparenza nella circolazione dei titoli azionari », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, p. 7.

[63] Loi n° 88-70 du 22 janv. 1988 sur les bourses de valeurs, *J.O.R.F.* du 23 janv. 1988, p. 1111.

[64] Legge del 2 gennaio 1991, n. 1/1991, « Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari », *G.U.* n. 3 del 4 gennaio 1991.

mission de contrôler les sociétés d'intermédiation financière et obtient des pouvoirs d'enquête destinés à aider l'autorité judiciaire à caractériser les opérations d'initiés[65]. Concernant ces deux domaines, plusieurs réformes sont intervenues ensuite : la plus importante d'entre elles a été introduite par un décret législatif du 24 février 1998[66], qui a regroupé toutes les dispositions relatives à l'intermédiation bancaire, ainsi qu'aux délits d'initiés et manipulations de marché dans un texte unique, appelé « Texte unique sur l'intermédiation financière ».

12. L'ère de l'économie financiarisée et de la globalisation : L'économie financiarisée correspond à la situation dans laquelle les activités financières se développent de manière considérable au sein d'une société qui a besoin de capitaux disponibles et fluides. Selon Paul LAGNEAU-YMONET et Angelo RIVA, « […] l'économie financiarisée se caractérise par la primauté de l'impératif de liquidité. Il trouve sa justification dans la croissance économique qu'induirait mécaniquement la réduction du coût du capital dont les émetteurs bénéficieraient si les détenteurs de capitaux, ou plus précisément celles et ceux qui participent à leur maniement professionnel, pouvaient investir et désinvestir, à chaque instant, au gré de leurs intérêts ou de ceux de leurs mandants, par le biais de marchés autorégulés. Par conséquent, la financiarisation correspond à l'assujettissement de la société à cet impératif de liquidité dont les institutions financières, leurs actionnaires et leurs professionnels sont les premiers bénéficiaires »[67]. L'impératif de liquidité est le résultat des nombreuses privatisations initiées par les États français et italien, et de l'introduction en bourse d'établissements qui jusqu'alors n'étaient pas cotés. D'ailleurs, l'organisation du marché boursier change : il se nationalise en ce sens que les banques concentrent leurs activités à Paris et que les bourses des villes provinciales (Nancy, Marseille, Lyon,…) deviennent de simples bureaux qui représentent la Société des bourses françaises, qui absorbe alors le Matif.

---

[65] Legge del 17 maggio 1991, n. 157/1991, « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le Società e per la Borsa », *G.U.* n. 116 del 20 maggio 1991.

[66] D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998.

[67] Paul LAGNEAU-YMONET, Angelo RIVA, *Histoire de la Bourse*, éd. La découverte, Coll. « Repères », 2012, pp. 99-100.

A l'aube des années 2000, les sociétés de bourse sont des sociétés privées, animées par le profit et introduites sur les marchés dont elles ont elles-mêmes la gestion en charge. Les frontières tombent, notamment entre les pays de l'Union européenne qui poursuivent leur construction du marché unique, qu'ils tentent de protéger au maximum. A cette époque, « Les processus de dématérialisation de la richesse, stimulés par l'importance croissante des marchés boursiers, ont été à la fois la cause et l'effet d'un processus d'internationalisation de la richesse, qui a pris un rythme effréné. La richesse dématérialisée est une richesse invisible et incorporelle, et par conséquent élevée au rang de pur concept »[68]. Incontestablement, plusieurs évènements du nouveau millénaire ont mis en lumière la fragilité des marchés financiers : les attentats à l'encontre des tours du *World Trade Center* le 11 septembre 2001 aux États-Unis ont été suivi d'une importance baisse des cours des titres financiers, notamment parce que certains individus qui avaient connaissance de la survenance des attentats, ont spéculé à la baisse notamment en multipliant les ordres de vente. D'autre part, dans les années 1990 et 2000, des scandales financiers découlant d'infractions boursières sont révélés (krach boursier de Cirio, Parmalat en Italie, l'affaire Péchiney-Triangle en France), provoquant ainsi la colère de l'opinion publique et sa méfiance envers les marchés financiers. Comme l'explique Juliette ASSOULY, « Les scandales mettent au premier plan la réalité économique concrète, dépendante des activités financières, et le pouvoir de ceux qui font le plus de profit. En heurtant l'opinion, ils témoignent d'un idéal de moralisation de la finance. Ils provoquent l'indignation, pour des raisons non pas seulement morales mais culturelles […] »[69]. Par conséquent, la révélation de ces évènements entraîne des modifications législatives dans divers États.

Toutes les dispositions françaises relatives au droit pénal boursier sont réunies dans le Code monétaire et financier créé par une ordonnance du 14 décembre 2000[70]. Ce code

---

[68] Texte original : « *I processi di dematerializzazione della richiesta, stimolati dalla crescente importanza dei mercati borsistici, sono stati causa, ed al tempo stesso effetto, di un processo di internazionalizzazione della ricchezza, che ha assunto un ritmo inarrestabile. La ricchezza dematerializzata è richiezza invisibile ed intangibile, perciò elevata a puro concetto* », *in* Astolfo DI AMATO, « Gli abusi di mercato », in (a cura di) Astolfo DI AMATO, *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, 2007, p. 84.

[69] Judith ASSOULY, *Morale ou finance ? La déontologie dans les pratiques financières*, SciencesPo. Les Presses, Coll. « Nouveaux débats », 2013, p. 34.

[70] Ordonnance n° 2000-1223 du 14 déc. 2000, relative à la partie législative du Code monétaire et financier, *J.O.R.F.* n° 291 du 16 déc. 2000, p. 20004.

fait ensuite l'objet de plusieurs réformes dont l'une des plus marquantes réside dans la loi du 1er août 2003, dite loi sur la sécurité financière[71], complétée par un décret du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers[72]. Ces nouvelles dispositions, inspirées de la directive communautaire du 28 janvier 2003 dite abus de marché[73], substitue à la Commission des opérations de Bourse, ainsi qu'au Conseil des marchés financiers et au Conseil de discipline de gestion financière, l'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale. En Italie, la transposition de la directive communautaire de 2003 a été plus tardive, puisqu'elle a été effectuée par les lois des 18 avril 2005[74] et 28 décembre 2005 sur la réforme de la protection de l'épargne[75]. D'autres normes communautaires ont contribué à organiser et règlementer le marché européen, telles la directive 2003/124/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la précédente[76] et la directive 2004/39/CE[77] relative aux instruments financiers destinée à « *permettre aux entreprises d'investissement de fournir leurs services dans toute la Communauté, qui constitue un marché unique, sur la base de la surveillance exercée dans l'État membre d'origine* »[78].

13. La mise en place du marché unique au niveau européen, origine du rapprochement des législations nationales en matière financière : « La répression du crime, légalement qualifié, doit être certaine, uniforme et appliquée à chacun dans le ressort unifié de l'État. En outre, elle deviendra universelle, ce qui

---

[71] Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *J.O.R.F.* n° 177 du 2 août 2003, p. 13220.

[72] Décret n° 2003-1109 du 21 nov. 2003, relatif à l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 271 du 23 nov. 2003, p. 19904.

[73] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16-25.

[74] Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76.

[75] Legge del 28 dic. 2005, n. 262/2005, « *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari* », *G.U.* n. 301 del 28 dic. 2005, *suppl. ordinario* n. 208.

[76] Directive 2003/124/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 70-72.

[77] Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44.

[78] Considérant 2 de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004.

internationalise la coopération judiciaire. Les frontières politiques restent au-dessous des lois, elles ne doivent pas assurer l'impunité en bloquant la répression. La prévention universelle du crime dépend de cette coopération[79]. L'affirmation de Michel PORRET apparaît particulièrement pertinente dans le cadre de l'Union européenne et en matière d'abus de marché, infractions financières dont les conséquences dommageables dépassent largement les frontières des États. La protection des marchés financiers européens, et par extension des investisseurs et des entreprises dont les titres sont négociés sur ces marchés, participent de la création du marché unique, objectif qui avait été énoncé dès 1957 au sein du Traité de Rome instituant la Communauté économique européenne[80].

L'article 2 de ce texte, dans sa version originale, exposait que « *La Communauté a pour mission, par l'établissement d'un marché commun et par le rapprochement progressif des politiques économiques des États membres, de promouvoir un développement harmonieux des activités économiques dans l'ensemble de la Communauté, une expansion continue et équilibrée, une stabilité accrue, un relèvement accéléré du niveau de vie, et des relations plus étroites entre les États qu'elle réunit* ». Cette finalité doit être mise en place notamment par le biais de « *l'abolition, entre les États membres, des obstacles à la libre circulation des personnes, des services et des capitaux* »[81], « *l'établissement d'un régime assurant que la concurrence n'est pas faussée dans le marché commun* »[82] et « *le rapprochement des législations nationales dans la mesure nécessaire au fonctionnement du marché commun* »[83]. En matière économique et financière, la mise en place du marché commun repose sur la libre concurrence et la « *libre circulation des personnes, marchandises, services et capitaux* »[84], qui constituent l'un des « *fondements de la Communauté* » européenne[85]. Par conséquent, dans ce cadre, l'instauration de règles communes aux différents États intégrant peu à peu la Communauté européenne est apparue indispensable pour assurer la consolidation financière de cette dernière. Cette évolution a été facilitée par l'adoption de l'Acte unique européen signé à Luxembourg et La Haye les 17 et 28 février 1986 par douze États et entré en vigueur le 1er juillet 1987 ;

---

[79] Michel PORRET, *Beccaria. Le droit de punir*, Michalon, Coll. « Le bien commun », 2003, p. 49.

[80] Traité de Rome du 25 mars 1957 instituant la Communauté économique européenne.

[81] Art. 3, *c*) du même traité.

[82] *Ibid.*, art. 3, *f*).

[83] *Ibid.*, art. 3, *h*).

[84] Intitulé du Titre III de la deuxième partie du Traité de Rome.

[85] Intitulé de la deuxième partie du Traité de Rome.

celui-ci a permis, en particulier, de renoncer à l'unanimité des États membres pour la prise de décision au sein du Conseil au profit de la majorité qualifiée, facilitant ainsi l'adoption des normes communautaires visant à relancer la mise en place du marché unique.

14. L'impulsion de la Communauté européenne en droit financier : Le droit financier peut être assimilé, de façon schématique, au droit des marchés financiers[86]. Les normes adoptées par la Communauté européenne dans ce cadre ont pour but de renforcer la confiance du public, en limitant l'asymétrie qui existe entre la situation des dirigeants des émetteurs d'une part, et celle des investisseurs qui lui sont extérieurs d'autre part, garantissant ainsi l'égalité de tous face à l'information. C'est pourquoi le Conseil européen a adopté en 1989 une directive favorisant le rapprochement des règlementations nationales en matière d'opérations d'initiés[87]. En effet, dans cette disposition, il est exposé que « *le marché secondaire des valeurs mobilières joue un rôle important dans le financement des agents économiques* »[88] et que « *le bon fonctionnement du marché en question est dans une large mesure tributaire de la confiance que celui-ci inspire aux investisseurs* »[89]. Or, ce même organe constate que les législations nationales leur assurent des protections de degrés différents, en ce sens qu'elles n'offrent pas de garanties suffisantes pour leur permettre d'accéder, dans des conditions équitables, aux informations financières permettant d'estimer et d'anticiper l'évolution des cours des valeurs mobilières négociées sur les marchés. D'ailleurs, à cette époque, certains États membres de la Communauté européenne ne possèdent aucune règlementation qui prohibe les opérations d'initiés. Ces dernières consistent à exploiter une information privilégiée, notion définie à l'article 1er de la directive du 13 novembre 1989 comme « *une information qui n'a pas été rendue publique, qui a un caractère précis et concerne un ou plusieurs émetteurs de valeurs mobilières, ou une ou plusieurs valeurs mobilières et qui, si elle était rendue publique serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de cette ou ces valeurs mobilières* ». La norme communautaire dresse également une liste

---

[86] V. en ce sens Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 3.

[87] Directive n° 89/592/CEE du Conseil du 13 nov. 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, *J.O.C.E.* L 334 du 18 nov. 1989, pp. 30-32.

[88] Deuxième considérant de la directive du 13 nov. 1989.

[89] Quatrième considérant du même texte.

des comportements susceptibles de constituer des opérations d'initiés, ainsi que les personnes susceptibles de commettre ces infractions. La directive de 1989 attribue déjà à une autorité administrative, qui pourrait éventuellement agir aux côtés d'autres autorités avec qui elle collaborerait, la mission de veiller au respect des prescriptions élaborées par le Conseil des communautés. Pour cela, l'article 8 de ce texte exige que les autorités en question soient dotées de « *toutes les compétences et de tous les pouvoirs d'enquête et de contrôle nécessaires* » à l'accomplissement de leur mission. Pourtant, malgré ces avancées, de nombreux États membres de la Communauté conservent une règlementation rudimentaire et éparse, ce que ne manquent pas de mettre en relief plusieurs auteurs de doctrine ; sur ce point, d'éminents spécialistes du droit pénal des affaires expliquent que « Le marché des instruments financiers existe seulement lorsqu'il est muni de règles qui en assurent et garantissent le fonctionnement. Ainsi, une telle discipline doit répondre à trois exigences indispensables : un degré suffisant de flexibilité, de façon à en permettre une adaptation rapide aux exigences découlant des pratiques ; un niveau élevé de formalisme pour les incriminations, afin de rendre certaine la frontière entre le licite et l'illicite ; une effectivité patente des peines fixées en cas de violation, afin qu'elles jouent de façon efficace un rôle de prévention générale et spéciale. Cependant, au milieu des années 1990, la doctrine pénaliste, qui se plaignait d'une activité législative frénétique dans le domaine examiné et des distorsions, lacunes et contradictions consécutives, observait comment l'expression « droit pénal du marché financier » représentait seulement une formule de complaisance utilisée pour désigner un système normatif extrêmement hétérogène »[90].

---

[90] Texte original : « *Il mercato degli strumenti finanziari esiste solo in quanto presidiato da regole che ne assicurino e garantiscano il funzionamento. Questa disciplina deve dunque rispondere a tre insopprimibili esigenze: un sufficiente grado di elasticità, tale da consentirne il rapido adeguamento alle esigenze sollecitate dalla prassi; un elevato coefficiente di tassatività delle fattispecie sanzionatorie, tale da rendere certo il confino tra lecito e illecito; un marcato carattere di effettività delle pene previste in caso di violazione, tale da svolgere un'efficace prevenzione generale e speciale. Tuttavia, ancora alla meta degli anni '90 la dottrina penalistica, lamentando la frenetica attività legislativa nel settore in esame e le conseguenti disarmonie, lacune e contraddizioni, osservava come l'espressione "diritto penale del mercato finanziario" fosse solo una formula di comodo utilizzata per designare un sistema normativo estremamente disomogeneo* », *in* Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 524.

15. La consolidation du droit financier communautaire : Malgré l'avancée considérable apportée par le texte de 1989, des lacunes dans la répression des infractions boursières en Europe sont vite constatées : si les États membres ont consacré une règlementation en matière d'opérations d'initiés, se conformant ainsi aux exigences des instances communautaires, les sanctions mises en place demeurent très diverses dans leurs natures comme dans leurs *quanta* et nombre de ces États ne sanctionnent aucune autre infraction boursière. Ces insuffisances sont mises en lumière dans le onzième considérant de la directive du 28 janvier 2003[91], ainsi que par certains universitaires : « La situation actuelle voit en Europe un droit des sociétés qui a déjà atteint un haut degré d'harmonisation, qui n'est cependant pas accompagné d'une même homogénéité sur le versant des sanctions (pénales et administratives). Un rapprochement des législations sur cet autre point est on ne peut plus souhaitable, et l'on doit s'attendre à un intérêt croissant des instances communautaires pour ces profils pénaux qui – s'ils devaient rester aussi discordants qu'ils ne le sont aujourd'hui au sein des divers ordres juridiques nationaux – pourraient s'avérer être, non pas des instruments de protection des intérêts en jeu, mais un dangereux facteur de distorsion de la concurrence »[92]. Par ailleurs, le nombre d'investisseurs ayant recours aux marchés financiers croît de façon considérable et ils doivent faire face à des produits financiers toujours plus variés et dont le fonctionnement s'avère difficile à saisir. La directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés

---

[91] « *Le cadre légal communautaire existant visant à protéger l'intégrité du marché est incomplet. Les obligations légales varient d'un État membre à l'autre, ce qui laisse souvent les opérateurs économiques dans l'incertitude quant aux concepts, aux définitions et à leur application. Certains États membres ne disposent d'aucune législation couvrant les questions de manipulation de cours et de diffusion d'informations trompeuses* », considérant n° 11 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[92] Texte original : « ***La situazione attuale vede in Europa un diritto societario che già ha raggiunto un alto grado di armonizzazione, non accompagnato però da altrettanta omogeneità sul versante sanzionatorio (penale e amministrativo). Un ravvicinamente delle legislazioni europee anche su questo terreno è dunque quanto mai auspicabile, e vi è da attendersi un crescente interessamento delle istituzioni comunitarie per quei profili penali che – se dovessero rimanere così discrepanti come oggi fra i diversi ordinamenti nazionali – potrebbero risolversi, anziché in uno strumento di tutela degli interessi in gioco, in un pericoloso fattore di distorsione della concorrenza*** », *in* Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 218.

d'instruments financiers et dite « MIF » ou « Mifid »[93] énonçait sur ce point dans son deuxième considérant que « *Depuis quelques années, les investisseurs font davantage appel aux marchés financiers, où ils trouvent un éventail élargi de services et d'instruments, dont la complexité s'est accrue. Cette évolution justifie une extension du cadre juridique communautaire, qui doit englober toutes les activités offertes aux investisseurs. À cette fin, il convient d'atteindre le degré d'harmonisation nécessaire pour offrir aux investisseurs un niveau élevé de protection et pour permettre aux entreprises d'investissement de fournir leurs services dans toute la Communauté, qui constitue un marché unique, sur la base de la surveillance exercée dans l'État membre d'origine* ».

De ce fait, au cours des années 2000, les États membres de la Communauté européenne assistent à une multiplication frénétique des textes liés à la répression des infractions boursières et à l'information financière. Pierre CLERMONTEL la définit comme la « communication d'informations, à caractère directement ou indirectement financier, conduite de façon périodique et permanente par les sociétés cotées et certains autres acteurs du marché »[94]. Alors que la formule employée fait référence au contenu de la notion, Wael LOUHICHI propose une autre acception, fondée sur la finalité de la notion : « [La politique de communication financière] regroupe tous les moyens qui permettent à la firme de transmettre son image économique et financière auprès du public »[95]. En premier lieu, concernant la sanction des infractions boursières, et en particulier les abus de marché au sens précisé en introduction, la directive du 28 janvier 2003[96] est venue compléter celle du 13 novembre 1989, en imposant la punition des manipulations de marché aux cotés des abus d'informations privilégiées ; elle a été suivie d'un autre texte la même année qui en a énoncé les modalités d'application[97]. La

---

[93] Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44.

[94] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 3-4.

[95] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 2.

[96] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[97] Directive 2003/124/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 déc. 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 70-72.

dernière directive ayant trait aux abus de marché a été adoptée par l'Union européenne le 16 avril 2014[98] ; elle impose la pénalisation des abus de marché intentionnels et est accompagné d'un règlement, voté le même jour qui étend la discipline communautaire au-delà des marchés règlementés[99]. En second lieu, en matière d'information financière, il est également possible de constater un foisonnement des textes, parmi lesquels peuvent être cités à titre d'exemples une directive du 4 novembre 2003 sur le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières[100], une autre du 15 décembre 2004 relative à l'information à charge des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché règlementé[101] et un règlement délégué du 7 mars 2014 venant préciser le contenu des suppléments au prospectus[102].

16. L'intégration des marchés européens et l'essor de la concurrence : Parallèlement à la financiarisation de l'économie, l'Europe développe le marché unique ce qui renforce la libre circulation des capitaux. En effet, les valeurs mobilières sont à présent négociées sur plusieurs dispositifs d'échange, et les institutions boursières peuvent interagir indépendamment de leur localisation géographique. « La notion d'économie publique possède donc aujourd'hui, relativement aux marchés financiers, une acception qui n'est pas territorialement limitée, au point que par rapport à celle-ci, la construction d'un système supranational, mis en place pour protéger des biens dont la nature transcende les intérêts nationaux, semble

---

[98] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 179-189.

[99] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[100] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[101] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[102] Règlement délégué (UE) n° 382/2014 de la Commission du 7 mars 2014 complétant la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la publication de suppléments au prospectus, *J.O.U.E.* L 111 du 15 avr. 2014, pp. 36-39.

justifiée »[103]. La concurrence devient le moteur de l'intégration financière et au printemps 2004, sont mis en place dans les cinq pays d'Euronext (la France, le Royaume-Uni avec le marché d'instruments dérivés LIFFE, le Portugal, la Belgique et les Pays-Bas) le transfert des opérations de compensation à une structure unique, à savoir LCH-Clearnet, et le système unique de règlement de livraison géré par Euroclear. A partir de cette période, peu importe qu'un émetteur entre en Bourse dans l'un ou l'autre de ces pays, ses titres seront indifféremment échangés par le biais du système informatique unique mis en place. C'est également en 2004 que la société transalpine Borsa italiana Spa acquiert l'ensemble du contrôle du système d'information des opérateurs financiers publics et privés. Enfin, les frontières des marchés s'étendent encore, au-delà de l'océan atlantique, puisqu'en 2006, le NASDAQ nord-américain devient le principal actionnaire du London Stock Exchange et le New-York Stock Exchange s'allie avec Euronext. Au même moment, la bourse italienne acquiert le marché de gros des titres des pouvoirs publics par le biais de la société MBE Holding Spa. Cette société créée en 1988 avait pour but de garantir la liquidité de ces titres et d'améliorer la circulation de l'information les concernant ; elle était devenue, en 1998, une société par actions détenue par cinquante-deux établissements bancaires et était régie par le ministère de l'Economie, sous la supervision de Banca Italia et de la Consob. Les années 2000 sont également marquées en Italie, d'une part, par la diversification des modèles de négociation des marchés, afin d'assurer la compétitivité des différentes places boursières et de répondre aux besoins croissants des entreprises dont les dimensions augmentent et les activités s'internationalisent ; d'autre part, par le fait que les petites et moyennes entreprises voient leur besoin de financement augmenter : de ce fait le marché restreint est restructuré, et en 2003, apparaît le marché Expandi qui permet à ces modestes entités d'obtenir des capitaux à moindres coûts par le biais de procédures allégées.

17. Les apports de la directive communautaire du 28 janvier 2003 en matière de répression des abus de marché : Les États européens ont bien conscience que

---

[103] Texte original : « *La nozione di economia pubblica oggi presenta dunque, in relazione ai mercati finanziari, un'accezione non delimitabile territorialmente, al punto che rispetto ad essa appare fondata la costruzione di un sistema sanzionatorio sovranazionale, posto a tutela di beni la cui natura trascende gli interessi nazionali* », *in* Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 523.

l'intégration économique ne sera réaliste et efficace que s'ils harmonisent leurs législations afin d'éviter les disparités et la favorisation d'infractions boursières, notamment dans des territoires où le législateur serait plus complaisant. A ce propos, Pierpaolo MARTUCCI affirmait en 2006 que « Quelle que soit l'initiative de lutte contre la criminalité économique, elle ne peut pas ne pas tenir compte du fait que depuis longtemps, celle-ci possède des dimensions et des caractéristiques internationales et transnationales. Au contraire, toute stratégie qui possèderait des connotations seulement nationales et qui ne serait pas basée sur une coopération entre États, ne pourrait engendrer que des résultats partiels et temporaires, dont le simple déplacement des activités illicites dans des réalités nationales plus démunies ou complaisantes »[104]. En outre, comme les négociations des instruments et titres financiers dépassent les frontières et se complexifient toujours plus, les pays de l'Union européenne veulent renforcer l'information donnée à l'ensemble du public afin de restaurer sa confiance en les marchés financiers et de favoriser la compréhension de l'utilité de ces institutions.

Ce sont ces motifs qui induisent l'adoption de la directive du 28 janvier 2003, dite « abus de marché »[105] : en effet, son considérant 2 explique qu'« *Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité* ». Plusieurs membres de la doctrine avaient procédé au même constat, dont Mario ROMANO qui déclarait en 1994 que « […] face aux énormes différences qui existent encore dans les droits pénaux des pays de la Communauté européenne, la sanction administrative se présente plus docile à l'égard d'un rapprochement plus serré des différents systèmes juridiques, ce qui représenterait une non négligeable garantie d'égalité et de justice, compte tenu de l'internationalisation et de l'intégration des relations économiques

---

[104] Texte original : « *Qualsiasi iniziativa di contrasto al crimine economico non può prescindere dal fatto che da tempo esso ha assunto dimensioni e caratteristiche internazionali e transnazionali. Diversamente, ogni strategia che avesse connotazioni esclusivamente nazionali non si basasse sulla cooperazione fra Stati non potrebbe che condurre a risultati parziali e temporanei, quali il semplice spostamento del centro delle attività illecite in realtà nazionali più sguarnite o compiacenti* », in Pierpaolo MARTUCCI, *La criminalità economica. Una guida per capire*, Editori Laterza, Roma, 1° ed. 2006, p. 134.

[105] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16-25.

contemporaines »[106]. Cette norme communautaire complète les définitions de l'information privilégiée et des opérations d'initiés proposées dans la directive du 13 novembre 1989, et consacre la répression des manipulations de marché. Elle dénomme l'ensemble des infractions constitutives d'opérations d'initiés et de manipulations de marché par la locution « abus de marché » et préconise une répression minimale de type administrative, assurée par le biais de sanctions « *effectives, proportionnées et dissuasives* »[107]. Elle met également en place une discipline de prévention, en imposant la diffusion « *le plus rapidement possible* »[108] d'informations dites sensibles (dont les informations privilégiées), en ce sens qu'elles sont capables d'altérer de façon notable l'évolution « normale » des cours des titres financiers, et l'établissement de listes d'initiés, c'est-à-dire de personnes ayant accès à une ou plusieurs informations privilégiées[109].

D'un point de vue répressif, une harmonisation des législations européennes relative aux infractions boursières était absolument nécessaire. En effet, les Communautés européennes, dans le cadre de leur objectif de construction progressive d'un marché unique, ont mis en place une réelle politique de régulation de l'économie et de la finance, afin d'assurer un essor sans brèche concernant tous les États membres. Ainsi, l'instauration de mesures venant sanctionner les abus de marché participait de cette élaboration[110]. Seulement, certains États ne réprimaient absolument pas les

---

[106] Mario ROMANO, « Marché boursier et pouvoir de sanction dans le droit italien », *LPA* 15 juin 1994, n° 71.

[107] Art. 14, directive du 28 janv. 2003.

[108] Art. 6, par. 1, directive du 28 janv. 2003.

[109] Art. 6, par. 3. al. 3, directive du 28 janv. 2003.

[110] V. en ce sens Massimiliano DOVA qui constate que « La politique criminelle en matière économique semble avoir été progressivement transférée à l'échelle supranationale. Ceci n'est pas seulement le résultat d'un changement interne au contexte économique, qui assiste d'une part à l'internationalisation progressive du marché financier, et d'autre part, aux effets transnationaux des conduites illicites, mais c'est aussi le fruit d'un choix politique précis, qui répond à la nécessité de rendre plus efficace et effective la régulation de l'économie. C'est dans ce cadre qu'est née la notion d'abus de marché au niveau communautaire de la directive 2003/6/CE plusieurs fois évoquées » (notre traduction) ; texte original : « *La politica criminale in ambito economico sembra essersi progressivamente trasferita in ambito sovranazionale. Ciò non è solo il risultato di un mutamento all'interno del contesto economico, che assiste, da un lato, alla progressiva internazionalizzazione del mercato finanziario e, dall'altro, agli effetti trasnazionali delle condotte illecite, ma è il frutto di una precisa scelta politica, che risponde alla necessità di rendere più efficace ed effettiva la regolazione dell'economia. In questo quadro è la stessa nozione di abusi di mercato a nascere in sede comunitaria dalla più volte richiamata direttiva 2003/6/CE* », *in* « Gli illeciti amministrativi nel codice civile, nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza », *in* Alberto ALESSANDRI (A cura di) , *Reati in materia economica*, Torino Giappichelli editore, 2012, p. 256.

manipulations de marché et les obligations des opérateurs économiques dans le domaine de l'information financière aux investisseurs présentaient un caractère lapidaire ou insuffisamment précis[111]. De plus, la répression des abus de marché est incontestablement justifiée en vue d'un fonctionnement régulier et transparent des marchés financiers, afin de favoriser l'investissement des particuliers et par conséquent le financement des entreprises. Il est aisé de comprendre qu'en l'absence de règles sur ces questions, les petits épargnants hésiteront à introduire leur argent dans un système qu'il leur paraît opaque et risqué. Sur ce point, Claude DUCOULOUX-FAVARD et Nicolas RONTCHEVSKY affirmaient en 1997 qu'« En effet, les marchés financiers permettent aux sociétés de se procurer les capitaux de plus en plus importants qui sont nécessaires au développement de leurs activités. Or, les particuliers n'accepteront d'investir leur épargne dans des valeurs mobilières que s'ils ont le sentiment que celle-ci est protégée efficacement. Le financement des entreprises et la protection de l'épargne investie constituent ainsi des exigences complémentaires qui ne peuvent laisser indifférent les pouvoirs publics »[112]. C'est pourquoi la répression des abus de marché est indispensable pour maintenir la confiance des investisseurs en les marchés financiers et pour assurer un fonctionnement régulier de ces derniers. Cet objectif est d'ailleurs clairement affirmé dans les considérants 12 et 15 de la directive communautaire du 28 janvier 2003 : le second indique que « *Les opérations d'initiés et les manipulations de cours empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable indispensable aux opérations pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés financiers intégrés* » ; quant au premier, il explique que « *La législation visant à lutter contre les opérations d'initié et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif : assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés* ».

18. Les justifications possibles d'une répression de type administrative : Pour autant, comme cela a été dit précédemment, les instances communautaires optent pour

---

[111] Considérant n° 11 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janv. 2003 : « Le cadre légal communautaire existant visant à protéger l'intégrité du marché est incomplet. Les obligations légales varient d'un État membre à l'autre, ce qui laisse souvent les opérateurs économiques dans l'incertitude quant aux concepts, aux définitions et à leur application. Certains États membres ne disposent d'aucune législation couvrant les questions de manipulation de cours et de diffusion d'informations trompeuses ».

[112] Claude DUCOULOUX-FAVARD, Nicolas RONTCHEVSKY, *Infractions boursières. Délits boursiers. Manquements administratifs*, éd. Joly, Coll. « Pratique des affaires », 1997, p. 3.

une répression de type administrative, assurée par des autorités de régulation souvent qualifiées d'autorités administratives indépendantes[113]. Pour ce faire, la directive prévoit que ces autorités soient dotées de pouvoirs de surveillance et d'enquête, destinés à déceler les infractions boursières. Elles sont instituées indépendamment de l'existence des autorités judiciaires, lesquelles restent compétentes pour enquêter sur les infractions de nature pénale[114]. Enfin, la norme communautaire de 2003 précise que les autorités nationales doivent prévoir ces sanctions administratives « *sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions pénales* »[115].

Une justification du choix opéré par les instances européennes pourrait s'expliquer par le fait que la directive du 28 janvier 2003 est adoptée à un moment où la Communauté européenne fonctionne encore sur la base d'une organisation de ses compétences en trois piliers et ne dispose donc pas encore de réelle compétence pénale propre. Les mesures pouvant relever de la « politique pénale » de la Communauté, souvent dans la forme de décisions-cadres, puis de directives et de règlements d'application, étaient prises sur le fondement de l'article 29, alinéas 1 et 2 du Traité de Maastricht[116]. Les prérogatives contenues dans cette disposition correspondaient au « troisième pilier » de la Communauté européenne consacré à la coopération policiaire et judiciaire en matière pénale[117], lequel a permis le renforcement de la répression contre les abus de marché.

La transposition de cette directive dans l'ordre juridique interne des États membres n'est pas effectuée immédiatement : elle intervient en France par le biais de la loi du 1er août 2003 dite loi sur la sécurité financière[118] complétée par un décret du 21 novembre 2003[119], et en Italie grâce aux les lois des 18 avril 2005[120] et 28 décembre 2005 sur la

---

113 Considérant n° 36, directive du 28 janv. 2003.

114 Art. 11, directive du 28 janv. 2003.

115 Art. 14, directive du 28 janvier 2003.

116 Traité sur l'Union européenne (dit Traité de Maastricht) du 7 fév. 1992, *J.O.C.E.* C 191 du 29 juil. 1992, pp. 1-110, entré en vigueur le 1er nov. 1993.

117 Titre VI du Traité sur l'Union européenne, art. 29 s. : l'article 29 dispose dans ses alinéas 1 et 2 que « *Sans préjudice des compétences de la Communauté européenne, l'objectif de l'Union est d'offrir aux citoyens un niveau élevé de protection dans un espace de liberté, de sécurité et de justice, en élaborant une action en commun entre les États membres dans le domaine de la coopération policière et judiciaire en matière pénale, en prévenant le racisme et la xénophobie et en luttant contre ces phénomènes. Cet objectif est atteint par la prévention de la criminalité, organisée ou autre, et la lutte contre ce phénomène, notamment le terrorisme, la traite d'êtres humains et les crimes contre des enfants, le trafic de drogue, le trafic d'armes, la corruption et la fraude [...]* ».

118 Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *J.O.R.F.* n° 177 du 2 août 2003, p. 13220.

119 Décret n° 2003-1109 du 21 nov. 2003, relatif à l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 271 du 23 nov. 2003, p. 19904.

réforme de l'épargne[121]. Ces deux États, comme d'autres en Europe, choisissent d'instaurer les sanctions administratives visées dans la directive communautaire aux côtés des sanctions pénales, ce qui ne manque pas de faire jaillir des difficultés dans la mise en œuvre de la procédure, ou plutôt des procédures, de répression des abus de marché.

En France, l'adoption de la directive communautaire n'a pas entraîné de réels bouleversements ; au contraire, le système français a inspiré la règlementation élaborée par les instances communautaires[122]. Comme cela a déjà été dit, la loi du 1er août 2003 et le décret qui l'accompagne, suppriment la Commission des opérations de Bourse, ainsi que le Conseil des marchés financiers et le Conseil de discipline de gestion financière, pour les remplacer par l'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale. C'est à présent cette autorité qui assure la surveillance des marchés financiers et la répression administrative des abus de marché, aux côtés des juges pénaux qui sanctionnent les abus de marché constitutifs des délits pénaux correspondants[123]. L'Autorité des marchés financiers, à l'image de la Consob italienne, a également développé une large règlementation en matière d'information financière. D'une part, celle-ci est destinée à protéger les investisseurs des situations d'asymétrie informationnelle inhérentes au fonctionnement de tout marché financier par le biais de la diffusion immédiate des informations privilégiées. D'autre part, elle vise à garantir la qualité des renseignements fournis aux investisseurs, par le biais des caractères d'exhaustivité, de précision, d'exactitude et de sincérité qu'elle doit revêtir. Par ce moyen, les autorités cherchent à protéger les opérateurs de toute communication fausse ou trompeuse, susceptible d'induire en erreur les investisseurs et de porter atteinte à l'intégrité et au fonctionnement efficace des marchés financiers.

La même organisation était observable en Italie : d'une part, l'abus d'informations privilégiées (*abuso di informazioni privilegiate*) et les manipulations de marché (*manipolazioni del mercato*) sont réprimés dans un versant pénal par les articles 184 et

---

[120] Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76.

[121] Legge del 28 dic. 2005, n. 262/2005, « *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari* », G.U. n. 301 del 28 dic. 2005, *suppl. ordinario* n. 208.

[122] V. en ce sens, Didier MARTIN, Eric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels », 2013, p. 6-7.

[123] Ces délits se trouvent au sein du Code monétaire et financier aux articles L. 465-1 à L. 465-2-1.

185 du Texte unique en matière d'intermédiation financière du 24 février 1998[124] ; d'autre part, ce même texte contient les infractions correspondantes de nature administrative, sanctionnées par les articles 185-*bis* et 185-*ter*, et qui relèvent de la compétence de la Consob, qui statue selon la procédure administrative décrite à l'article 187-*septies* du texte unique en matière d'intermédiation financière. Là encore, le cumul de poursuites administrative et pénale était admis par la jurisprudence italienne[125].

Section 3. Les imperfections du cumul des procédures administrative et pénale de sanction des abus de marché

19. Les difficultés liées à la double répression administrative et pénale des abus de marché : Les complications relatives au système actuel de répression des abus de marché, tel qu'il a été proposé par les instances communautaires et transposé par les États membres, sont de deux ordres : en premier lieu, elles sont de nature substantielle, en ce sens que tous les pays de l'Union européenne ne réprimaient pas l'ensemble des abus de marché visés dans la directive du 28 janvier 2003, et de multiples disparités subsistent quant à la nature et au *quantum* des peines encourues. Par conséquent, les instances communautaires ont réagi en adoptant deux textes le 16 avril 2014 : la directive n° 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché[126], et le règlement (UE) n° 596/2014 relatif aux sanctions administratives applicables aux abus de marché[127], afin de renforcer l'indemnisation, réduisant la marge de manœuvre des États membres pour la transposition de la directive.

En second lieu, le cumul des deux types de procédures, et l'application combinée des sanctions pénales et administratives qui en découle, était depuis longtemps admise par

---

[124] *Testo unico della intermediazione finanziaria* (D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998).

[125] Cass. civ., sez. un., 30 sett. 2009, n. 20935, *Grande Stevens c. Consob e altro*.

[126] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 179-189.

[127] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

la jurisprudence tant constitutionnelle[128] que judiciaire[129]. Ainsi, selon les juridictions françaises, le cumul de poursuites et le cumul consécutif de sanctions ne portait pas atteinte au principe « *non bis in idem* » qui interdit qu'une personne soit poursuivie ou sanctionnée deux fois à raison des mêmes faits[130]. Cependant, la possibilité de mener à terme des poursuites pénales et administratives en matière boursière a été censurée par la Cour européenne des droits de l'homme[131] et dans une certaine mesure, par la Cour de justice de l'Union européenne[132] remettant en cause les jurisprudences nationales[133] : celles-ci ont considéré que du fait de leur sévérité caractérisée, les sanctions administratives susceptibles d'être infligées en matière boursière revêtaient une nature pénale et que par conséquent, le cumul des poursuites administrative et strictement pénale portait atteinte au principe *non bis in idem* selon lequel « un accusé jugé (acquitté ou condamné) par une décision non susceptible de recours ne peut plus être poursuivi pour le même fait »[134].

20. La délicate indemnisation des préjudices résultant d'infractions boursières : A côté de la double répression des abus de marché, se pose le problème de la réparation des dommages causés aux investisseurs par les délits et manquements boursiers. Actuellement, en France, comme en Italie, celle-ci relève d'un monopole des autorités judiciaires. En effet, les actions sont portées soit devant les juridictions civiles, soit

---

[128] Cons. const., déc. 89-260 DC, 28 juil. 1989, *J.O.R.F.* 1er août 1989, p. 9676 ; Cons. const., déc. n° 97-395 DC, 30 déc. 1997, Loi de finances pour 1998, *J.O.R.F.* 31 décembre 1997, p. 19313.

[129] Cass. crim., 1er mars 2000, n° 99-86299, *Bull. crim.* n° 98, *D.* 2000, p. 229, note A. LIENHARD.

[130] Cass. crim., 1er mars 2000, n° 99-86299, *Bull. crim.* n° 98, *D.* 2000, p. 229, note A. LIENHARD.

[131] CourE.D.H., 4 mars 2014, req nos 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10, *Grande Stevens et autres c. Italie* ; *Rev. sc. crim.* 16 juin 2014, n° 1, p. 106, obs. Frédéric STASIAK ; *RJEP* nov. 2014, n° 724, comm. 48, Gabriel ECKERT.

[132] C.J.U.E., gde ch., 26 fév. 2013, n° C-617/10, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson* : la décision portait sur un cumul de sanctions fiscale et pénale.

[133] Pour la France, Cons. const., déc. n° 2014-453/454 et 2014/462 QPC, 18 mars 2015, *M. John L. et autres* (Cumul des poursuites pour délit d'initié et des poursuites pour manquement d'initié), *AJDA* 23 mars 2015, n° 10, p. 553 ; *D. act.* 20 mars 2015, note Jérôme LASSERRE-CAPDEVILLE ; *D.* 23 avr. 2015, n° 15, pp. 874-875, obs. Olivier DECIMA ; *ibid.* pp. 894-897, obs. Anne-Valérie LE FUR, Dominique SCHMIDT ; *JCP E* 26 mars 2015, n° 13, act. 243 ; *ibid*. 2 avr. 2015, n° 14, act. 267 ; *Dr. pén.* 4 avr. 2015, n° 4, comm. 56, Florence CREUX THOMAS ; *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. Frédéric STASIAK ; *JCP G* 30 mars 2015, n° 13, comm. 368, Frédéric SUDRE ; *JCP G* 30 mars 2015, n° 13, comm. 369, Jacques-Henri ROBERT.
Pour l'Italie, Cass. pen. sez. I, 17 dic. 2013, dep. 4 maggio 2015, n. 19915, *Grande Stevens ed altri* : il s'agit de la dernière décision rendue en Italie dans l'affaire *Grande Stevens*, ayant donné lieu à la décision de la Cour européenne des droits de l'homme le 4 mars 2014.

[134] Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 9° éd., 2012, V° « Non bis in idem », p. 680.

devant les juges répressifs qui statuent sur ce point en même temps qu'ils se prononcent sur l'action publique destinée à sanctionner les infractions pénales. La principale difficulté pour les victimes, lorsqu'elles décident de confier leur sort au juge civil, réside dans l'obligation pour elles de rapporter la preuve du préjudice subi, mais surtout du lien de causalité entre le comportement en cause, à savoir la violation de la règlementation boursière, et le préjudice subi[135]. Se pose donc la question de savoir quelle est l'instance ou l'autorité la plus à même d'indemniser les victimes ayant subi des infractions boursières. Doit-elle être confiée aux seules autorités judiciaires ou les autorités administratives peuvent-elles également se voir attribuer ces prérogatives ? Doit-il être institué un organisme spécialement dédié à cette tâche et présentant une composition hybride, impliquant des collaborateurs des autorités administratives et des magistrats de l'ordre judiciaire ?

Section 4. L'apport de l'analyse des dispositifs français et italien de lutte contre les abus de marché

21. Les enjeux de l'analyse des systèmes français et italien de lutte contre les abus de marché et la méthodologie utilisée : Les autorités administratives ont l'avantage de recourir à des collaborateurs hyper spécialisés, connaissant parfaitement le fonctionnement des marchés financiers, et de proposer une procédure de sanction souple et efficace. Les magistrats de l'ordre judiciaire offrent quant à eux des garanties processuelles inégalables et représentent parfaitement les intérêts de la société qu'elles tendent à préserver. L'objectif de l'analyse des dispositifs français et italien de lutte contre les abus de marché a donc pour but de proposer un modèle de répartition des compétences répressives entre autorités administratives et juges pénaux.

Pour cela, une méthode en trois temps a été utilisée. La première phase a consisté à observer les deux systèmes français et italien de répression des abus de marché : durant ce premier temps, les convergences et les divergences entre les deux règlementations ont été recensées. Par la suite, ces différences et points communs ont été utilisés pour tenter d'expliquer les qualités et les failles[136] des systèmes de sanction français et

[135] Art. 9, C. proc. civ. fr. et 1382, C. civ. fr. ; artt. 2043 et 2697 C. civ. it.

[136] V. en ce sens Michel FROMONT selon lequel « La comparaison permet également de mettre en lumière les points faibles du droit français », *in Grands systèmes de droits étrangers*, Dalloz, Coll. « Mémentos », 7ème éd., 2013, p. 3.

italien : les explications fournies par la jurisprudence et la doctrine d'un pays sur la règlementation en vigueur ont servi à tenter de comprendre les imperfections de l'autre système et notamment les causes de leur dysfonctionnement. Enfin, à partir de l'ensemble des réflexions menées en confrontant les législations française et italienne, des pistes de réforme seront dégagées pour proposer un nouveau modèle communautaire de répression des abus de marché. Dans ce cadre, c'est un processus ascendant qui est mis en œuvre, c'est-à-dire du droit national vers le droit de l'Union européenne destiné à aboutir « à une sorte d'hybridation des systèmes nationaux »[137]. Michel FROMONT explique d'ailleurs sur ce point que « La comparaison des droits est nécessaire à l'élaboration de conventions internationales tendant à l'unification de certaines branches du droit privé (par ex., les travaux actuels sur le droit des contrats en Europe) et, lorsqu'elles sont entrées en vigueur, à leur interprétation. Ces remarques valent encore plus pour l'œuvre d'unification (par voie de convention) ou de rapprochement (principalement par voie de directive) des législations nationales dans le cadre de l'Union européenne »[138].

Par conséquent, il apparaît absolument nécessaire de poursuivre l'harmonisation des différents systèmes de répression des abus de marché européens et de combler leurs failles, puisqu'un fonctionnement transparent et régulier des marchés financiers est indispensable à l'efficacité du marché unique communautaire[139]. Madame DELMAS-MARTY a elle aussi mis en lumière ce rôle du droit comparé dans les processus d'intégration : « Au-delà de la connaissance critique des systèmes nationaux, la fonction qui sous-tend la plupart des travaux des comparatistes depuis cent ans est celle d'intégration, associée à l'élaboration de divers ensembles à vocation régionale, comme en Europe, ou mondiale »[140]. Pour procéder à cet examen et à cette

---

[137] Mireille DELMAS-MARTY, *ibid*.

[138] Michel FROMONT, *op. cit*.

[139] V. en ce sens Claude DUCOULOUX-FAVARD qui affirme que « Mais si l'ouverture vers les autres est devenue un impératif, elle ne peut se contenter de coopération des autorités de marché. Il faut aller plus loin, 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 nos pratiques. Cela est d'autant plus nécessaire que le droit boursier se construit sous nos yeux au fil des jours et des affaires. Or, cette construction nouvelle ne peut plus guère se faire sur les sous-bassement 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 », in « Pourquoi du droit comparé boursier ? », *LPA* 15 juin 1994, n° 71.

[140] Mireille DELMAS-MARTY, *ibid*.

comparaison, il a été nécessaire de consulter des ouvrages, articles et autres sources documentaires rédigés en français, en italien, mais également dans d'autres langues. C'est pourquoi, les citations écrites dans la langue étrangère seront directement traduites dans les développements pour en faciliter la compréhension ; toutefois, le texte utilisé sera reproduit dans sa version originale en note de bas de page, afin de laisser au lecteur le libre choix de son interprétation. Par ailleurs, certaines notions et principes existant dans l'ordre juridique italien seront abordés dans le cadre de l'étude effectuée. Ils seront évidemment expliqués au moment où ils seront utilisés. Enfin, les références des décisions jurisprudentielles et des normes applicables seront données dans leur langue d'origine, puisque les termes les composant sont phonétiquement très proches de ceux utilisés en français.

Au-delà de la mise en œuvre d'une méthode comparatiste, d'un point de vue substantiel, l'étude des diverses infractions et notamment des valeurs sociales protégées par ces dernières s'avère indispensable pour comprendre le type de protection que les instances européennes, mais également française et italiennes, entendent accorder aux investisseurs. L'analyse des comportements incriminés permet aussi de mettre en lumière la nature des atteintes portées à l'intégrité des marchés financiers et à différencier des comportements plus ou moins graves. En particulier, l'étude de l'information financière permet de mettre en lumière la forte protection des personnes intervenant sur les marchés règlementés et sur les systèmes multilatéraux de négociation, et de ce fait, la règlementation stricte qui régit leur organisation et leur fonctionnement ; de ces constats, il est aisé de déduire le caractère extrêmement dommageable des abus de marché commis sur ces marchés. A l'inverse, certains manquements à la bonne information du public, qui découlent du non-respect de leurs obligations en matière d'information financière par les dirigeants et les émetteurs, peuvent donner lieu à l'existence de communiqués faux ou trompeurs sans qu'une réelle intention de nuire aux investisseurs puisse être caractérisée. Il convient par conséquent

---

Bernard STIRN explique d'ailleurs sur ce point qu'« Au cœur des activités quotidiennes, le droit de l'Union européenne et celui de la Convention européenne des droits de l'homme sont certes de plus en plus accessibles, connus, maîtrisés. Mais le droit européen se compose aussi des différents droits nationaux, qui entretiennent avec le droit de l'Union et le droit conventionnel un mouvement constant d'interaction, de fécondation réciproque, de fertilisation croisée. Aussi la connaissance des différents droits nationaux s'impose-t-elle pour comprendre les échanges à partir desquels le droit européen se constitue progressivement » (Bernard STIRN, « Droit comparé - De l'intérêt de faire vivre le droit comparé », *JCP G* 24 sept. 2012, n° 39, doctr. 1025).

de distinguer les comportements susceptibles de relever de la répression pénale de ceux qui devraient être attribués aux autorités administratives.
L'étude de l'ensemble de ces caractères est d'autant plus nécessaire que si la directive et le règlement européen adoptés le 16 avril 2014[141] ont conduit à parachever l'harmonisation en matière boursière, ils n'ont procédé à aucune répartition claire des compétences répressives entre autorités judiciaires et administratives, malgré les timides suggestions insérées au sein du premier de ces deux textes. Enfin, la décision du Conseil constitutionnel français rendue le 18 mars 2015[142] qui a abrogé le délit d'initié de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier et les dispositions qui permettaient jusqu'alors le cumul des procédures administrative et pénale prendra effet au 1er septembre 2016, ce qui démontre l'urgence de procéder à une réforme rapide de la matière.

22. Annonce de plan : Dans le but de procéder à une répartition des compétences entre autorités administratives et juges pénaux, il convient de procéder à une analyse en deux temps des dispositifs français et italien de lutte contre les abus de marché. La première partie sera consacrée à l'étude de l'information financière, moyen de prévention des abus de marché, laquelle permettra de mettre en lumière deux premiers critères de répartition des abus de marché entre les deux voies de répression, à savoir la nature de l'atteinte et le marché financier concerné par l'infraction (Première partie). La seconde partie consistera à analyser les définitions administratives et pénales des abus de marché, ainsi que le processus de remise en cause du cumul des procédures administrative et pénale de sanction, afin de présenter un modèle de distribution des compétences, qui inclura également l'indemnisation des victimes d'infractions

[141] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 179-189 et règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.
[142] Cons. const., déc. n° 2014-453/454 et 2014/462 QPC, 18 mars 2015, *M. John L. et autres* (Cumul des poursuites pour délit d'initié et des poursuites pour manquement d'initié), *AJDA* 23 mars 2015, n° 10, p. 553 ; *D. act.* 20 mars 2015, note Jérôme LASSERRE-CAPDEVILLE ; *D.* 23 avr. 2015, n° 15, pp. 874-875, obs. Olivier DECIMA ; *ibid.* pp. 894-897, obs. Anne-Valérie LE FUR, Dominique SCHMIDT ; *JCP E* 26 mars 2015, n° 13, act. 243 ; *ibid*. 2 avr. 2015, n° 14, act. 267 ; *Dr. pén.* 4 avr. 2015, n° 4, comm. 56, Florence CREUX THOMAS ; *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. Frédéric STASIAK ; *JCP G* 30 mars 2015, n° 13, comm. 368, Frédéric SUDRE ; *JCP G* 30 mars 2015, n° 13, comm. 369, Jacques-Henri ROBERT.

boursières (Seconde partie). Les suggestions issues de ces travaux donneront lieu à la réorganisation et à la reformulation des certaines dispositions du Code monétaire et financier, du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et du texte unique en matière d'intermédiation financière[143].

[143] Ces dispositions se trouveront aux pages 967 et suivantes des présents travaux.

PARTIE 1
L'IDENTITÉ QUASI PARFAITE DES DISPOSITIONS FRANÇAISES ET ITALIENNES EN MATIÈRE DE PRÉVENTION DES ABUS DE MARCHÉ PAR L'INFORMATION FINANCIÈRE

« Le bien le plus précieux que je connaisse est l'information »[144].

[144] Version française d'une phrase de Gordon Gekko, alias Mickael Douglas dans le film *Wall street* d'Olivier Stone (1987) ; texte original : « ***The most valuable commodity I know of is information*** ».

23. Les diverses catégories de marchés financiers : L'information financière revêt une importance fondamentale pour l'investisseur qui entend anticiper l'évolution des cours et réaliser une opération lucrative sur les marchés financiers. Tommaso DE VITIS attribue d'ailleurs la qualification de « bien public » à l'information, qui possèderait un rôle « institutionnel » de protection des investisseurs[145]. Or, les marchés sont de multiples natures, tout comme les produits négociés, et la capacité de recherche et d'analyse des épargnants varie considérablement en fonction de leur qualité, de leur expérience et de leur situation professionnelle. Par ailleurs, ce ne sont pas nécessairement les mêmes personnes qui agissent sur les divers marchés.

Le marché financier s'entend du « **marché des capitaux à long terme sur lequel se négocient des valeurs mobilières** »[146]. Il comprend le marché primaire, sur lequel les titres sont émis pour la première fois par des entreprises publiques ou privées, et le marché secondaire sur lequel sont échangés les titres « d'occasion », c'est-à-dire ceux qui ont été émis antérieurement. La « Bourse » désigne le marché secondaire. Les marchés primaire et secondaire sont des marchés règlementés, c'est-à-dire « *[des] système[s] multilatér[aux] qui assure[nt] ou facilite[nt] la rencontre, en [leur] sein et selon*

---

[145] L'auteur explique que « **L'information, en effet, finit par revêtir une fonction 'publiquè, laquelle mérite une protection particulière, attendu que la même information possède dans l'ordre juridique la valeur de « public good » (bien public), en ce sens qu'il s'agit d'un instrument nécessaire pour assurer aux épargnants un accès éclairé aux marchés financiers** » ; texte original : « ***L'informazione, infatti, finisce con il rivestire una funzione "pubblica", meritevole di una particolare protezione, atteso che la stessa informazione assume nell'ordinamento la valenza di "public good" (bene pubblico), in quanto strumento necessario ad assicurare ai risparmiatori un accesso consapevole ai mercati finanziari*** », *in* Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 618.

[146] Catherine KARYOTIS, *L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux*, Gualino (Lextenso éditions), Coll. « Les carrés », 2° éd., 2010, p. 11.

La directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.C.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44, définit à l'article 4, 1., 18) **les valeurs mobilières** comme « *les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux* » et y inclut entre autres « *les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions » (a)), « les obligations et les autres titres de créance, y compris les certificats d'actions concernant de tels titres » (b)) et « toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures » (c)*).

des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables »[147]. Cette définition des marchés règlementés est issue de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007[148], qui a transposé la directive communautaire n° 2004/39/CE du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers[149]. Elle a été reprise à la lettre par de nombreux États membres de l'Union européenne, dont l'Italie[150] et figure toujours dans cette formumation dans la directive n° 2014/65/UE du 15 mai 2014[151]. De ce texte, il est aisé de déduire que les marchés règlementés[152] sont caractérisés par des règles préétablies qui régissent les échanges qui ont lieu en leur sein. Ces règles, destinées à garantir le bon fonctionnement des

---

[147] Art. L. 421-1, C. mon. fin.

[148] Ordonnance n° 2007-544 du 12 avr. 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, *J.O.R.F.* n° 87 du 13 avr. 2007, p. 6749.

[149] Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44.

[150] Art. 1er, *w-ter*, TUF.

[151] Directive n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CEE et 2011/61/UE, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 349-495.

L'article 4, 1., 21) de ladite directive dispose que « «*marché réglementé », un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément au titre III de la présente directive* ».

[152] En France, sont des marchés réglementés Euronext Paris où sont échangés des actions, des obligations, des *warrants* et des *trackers* ; et les marchés d'instruments dérivés tels que le MATIF (marché à terme d'instruments financiers) sur lequel sont cotés des produits dérivés adossés à des actifs monétaires tels que les devises, les bons du trésor ou les obligations ainsi que les contrats à terme sur marchandises et le Monep (marché des options négociables) où sont négociés des titres financiers ou des indices. Cf. pour des explications complémentaires sur les marchés réglementés français le site Internet de l'Autorité des marchés financiers, http://amf-france.org/Acteurs-et-produits/Marches-financiers-et-infrastructures/Marches-reglementes.html?

En Italie, sont des marchés réglementés, les marchés gérés par la société Borsa Italiana s.p.a. (tels que, par exemple, le *MTA* ou *mercato telematico azionario*, le *MOT* ou *mercato telematico delle obbligazioni*, ou encore l'*IDEM* ou *mercato degli strumenti derivati*) et par la société MTS s.p.a. (comme le *MTS* ou *Mercato Telematico all'Ingrosso dei Titoli di Stato*, par exemple); pour la liste complète des marchés réglementés, cf. le site Internet de la Consob, http://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-italiani).

négociations des différentes valeurs cotées, sont élaborées par les autorités nationales compétentes. En France, il s'agit de l'Autorité des marchés financiers et en Italie, la Consob est chargée de cette mission. A côté des marchés règlementés, il existe les marchés non règlementés[153], qui peuvent être organisés mais qui ne sont soumis à aucun contrôle public. Les marchés de gré à gré ou hors cote[154] sont des lieux d'échange « privés », où les parties traitent directement entre elles, aux conditions fixées par elles : « il convient [...] de distinguer les dérivés négociés sur les marchés organisés de ceux traités de gré à gré. L'existence d'un organisme de compensation sur les marchés organisés, gérant les dépôts de garantie et les appels de marge quotidiens, permet d'éliminer tout risque de contrepartie des intervenants »[155]. Pour autant, les autorités de régulation conservent une certaine marge de contrôle, puisque les organisateurs des marchés de gré à gré doivent les informer des personnes qui y opèrent, des instruments négociés ainsi que des règles de formation des prix[156].

---

[153] Par exemple, *OTC Bulletin Boards* et *Pink Sheets* sont des plateformes de négociation de gré à gré américaines. À titre d'exemple, les systèmes multilatéraux de négociation ne sont pas des marchés réglementés. Ils peuvent être organisés (Alternext où sont négociées des actions, NYSE Bondmatch et Galaxy où sont échangées des obligations) ou non (MTS qui concernent également des obligations, Alternativa et le Marché libre qui proposent des actions). Les systèmes multilatéraux de négociation italiens comptent entre autres il MAC (*mercato alternativo del capitale*), ExtraMOT ou *Borsa Italiana trading after hours* gérés par Borsa italiana s.p.a., et *Bond vision corporate* géré par MTS s.p.a.
Cf. le site Internet de l'AMF pour des précisions autres sur les marchés non réglementés : http://amf-france.org/Acteurs-et-produits/Marches-financiers-et-infrastructures/Autres-lieux-de-negociation/Systemes-multilateraux-de-negociation.html et celui de la Consob, http://www.consob.it/web/area-pubblica/sistemi-multilaterali-autorizzati-consob

[154] En France, le Marché libre est un marché hors cote depuis 1996.

[155] Catherine LUBOCHINSKY, « Dérivés, titrisation et effet de levier : quel avenir ? », *in* Catherine LUBOCHINSKY (sous la direction de), *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, PUF, Coll. « Les Cahiers du Cercle des économistes », 2009, p. 49.

[156] V. en ce sens Paolo BONTEMPI qui rappelle à propos des marchés non réglementés qu'« Il s'agit de marchés dont les règles de fonctionnement sont laissées à l'autonomie privée, mais sur lesquels la Consob garde un certain pouvoir de surveillance, [celle-ci] pouvant demander aux organisateurs et aux opérateurs des informations et documents sur les échanges d'instruments financiers organisés. Les règles de fonctionnement de ces marchés non réglementés doivent ensuite être communiquées à la Consob par les organisateurs, et en particulier les règles de formation des prix, les instruments financiers négociés, les opérateurs, le système et les structures organisées » ; texte original : « *Si tratta di mercati le cui regole di funzionamento sono rimesse all'autonomia privata, ma sui quali la CONSOB mantiene un certo potere di vigilanza, potendo richiedere agli organizzatori ed operatori notizie e documenti sugli scambi organizzati di strumenti finanziari. Le regole di funzionamento di questi mercati non regolamentati debbono poi essere comunicati alla CONSOB dagli organizzatori, con particolare riferimento alle regole di formazione dei prezzi, agli strumenti finanziari trattati, agli operatori partecipanti, al sistema ed alle strutture organizzate* », *in* Paolo BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, Giuffrè editore, 2nda ed., 2006, p. 453.

24. Les différents opérateurs des marchés financiers : Sur les marchés d'instruments financiers, des agents économiques variés interviennent : on trouve les prestataires de service d'investissement, les sociétés d'intermédiation financière, les dirigeants des émetteurs, etc. Toutes ces personnes sont des professionnels aguerris et possèdent une certaine connaissance de l'organisation et du fonctionnement des marchés financiers. Ils savent donc repérer les informations susceptibles de les aider à accomplir une transaction bénéfique, soit en réalisant une plus-value, soit en évitant ou en limitant une perte de valeur pour les titres qu'ils détiennent. Cependant, à côté de ces personnes, il existe d'autres opérateurs, beaucoup moins familiers du monde de la finance qui investissent leur argent en bourse, recourant ainsi aux marchés financiers pour épargner. Cette dernière catégorie de sujets est plus faible, plus vulnérable en ce sens que ceux-ci sont moins aptes à déceler les informations financières d'une importance significative, et encore moins à en tirer des conclusions plausibles, des tendances sur l'évolution des cours des instruments financiers.

Cette diversité des destinataires de l'information diffusée aux marchés financiers a été mise en relief, en doctrine notamment, dans des écrits relatifs à la communication financière élaborée par les gestionnaires. A titre d'exemple, Philippe MALAVAL et Jean-Marc DECAUDIN constatent, en effet, que « La communication, élément indispensable pour réussir toute opération financière, doit être organisée et ciblée. Il faut répondre à des attentes, cibler et toucher le public visé. Les différentes cibles composées des actionnaires, des salariés-actionnaires, des investisseurs, des journalistes, des banquiers, des agences de notation, des organismes de tutelle, des pouvoirs publics, des syndicats, des clients et du grand public sont très hétérogènes en taille et en capacité d'analyse et à d'accès à l'information »[157]. De même, en Italie, Gilberto GABRIELLI évoque « un nombre croissant d'interlocuteurs externes et internes à l'entreprises, tous plus hétérogènes »[158]. Ainsi, pour que chaque investisseur potentiel procède à une transaction en toute connaissance de cause, il convient de lui

---

[157] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 477.

Titre 1[158] Texte original : « ***un numero crescente di interlocutori esterni e interni all'impresa, sempre più eterogenei*** », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 9.

fournir une information adaptée à sa connaissance du marché et à son (in)expérience des instruments financiers.

25. Les disparités entre les investisseurs face à l'accès à l'information : Il est vrai que l'aléa est inhérent à la spéculation boursière et il paraît utopique de prétendre pouvoir atteindre une égalité parfaite des investisseurs dans le cadre de l'accès à l'information financière. Or, certains renseignements revêtent plus ou moins d'importance du fait de l'impact que leur communication produit sur le cours des instruments financiers. En effet, il en est qui, après diffusion, sont capables d'engendrer une augmentation vertigineuse de la valeur d'un instrument financier ou d'en provoquer une chute notable. Par ailleurs, ces informations sont souvent accessibles plus rapidement à certaines catégories d'investisseurs et notamment, aux personnes qui assurent la direction, l'administration ou la gestion des sociétés cotées. De ce fait, les législateurs français et italien, ainsi que les autorités de régulation, à savoir l'Autorité des marchés financiers et la Consob, ont mis en place un *corpus* de règles destiné à limiter la durée et les effets de l'asymétrie d'information existant entre toutes ces personnes. Toutefois, ces règles multiples sont éparpillées au sein de nombreux textes de natures différentes (lois, règlements, normes techniques et professionnelles au niveau national, et directives, règlements et recommandations des instances communautaires, normes comptables internationales au niveau supranational). Il devient donc complexe de maîtriser l'ensemble des contenus de ces textes et de les articuler, d'autant que parfois, celles-ci manquent de cohérence ou se contredisent. Plusieurs auteurs se sont montrés très critiques face à ce phénomène ; par exemple, Pierre CLERMONTEL regrette que « Le premier constat, lorsque l'on aborde le droit de la communication financière, est une impression confuse d'un véritable patchwork dont les composantes sont multiples et atomisées »[159].

26. La prévention des abus de marché et l'information financière : L'information financière constitue, selon Tommaso DE VITIS, « un phénomène unique, qui revêt des

[159] L'auteur ajoute que « Pour convenue que soit l'observation, on ne peut que déplorer cet état qui contribue largement à la complexité et accroît sensiblement les risques d'incohérence. Il y a là une défaillance dont s'accommode mal une démocratie attachée au droit comme outil de liberté et non d'insécurité », *in* Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 4.

modalités et des contenus plus ou moins analytiques, mais qui consiste en la « présentation » initiale au marché de l'émetteur et du produit financier émis par cet émetteur, à laquelle s'ajoute une série de mises à jour successives des éléments d'information que le marché lui-même possédait initialement »[160]. Il peut s'agir d'indications ayant trait à la santé comptable et financière de l'entreprise, aux évènements significatifs qui ont eu un impact sur son activité, son chiffre d'affaires ou le cours des titres qu'elle émet, à un changement de stratégie commerciale ou financière, etc. ; il est donc possible de considérer que « Relèvent du domaine financier, à l'évidence la communication d'états financiers périodiques mais également, indirectement, la quasi-totalité de l'information règlementée dont le contenu est susceptible d'avoir une incidence sur les résultats de l'entreprise ou son cours de bourse »[161]. L'information financière pèse principalement sur les émetteurs, c'est-à-dire « *toute entité ou toute personne morale dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 ou sont supports d'un contrat à terme ou d'un titre financier admis aux négociations sur un marché règlementé* »[162].

Elle est étroitement liée aux définitions de l'abus d'information privilégiée et de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, qui constituent deux abus de marché. La seule dénomination de ces infractions démontre que leur objet-même est l'information. C'est pourquoi l'ensemble des règles relatives à l'information financière, qu'elles soient légales, règlementaires, communautaires ou internationales, participent de la prévention des abus de marché : par exemple, l'article 223-1 du règlement général de

---

[160] Texte original : « *un fenomeno unico, che assume modalità e contenuti più o meno analitici, ma che consiste nella "presentazione" iniziale al mercato dell'emittente e del prodotto finanziario emesso da tale emittente, corredata da una sequenza di successivi aggiornamenti degli elementi di informazione originariamente in possesso del mercato medesimo* », *in* Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 618.

[161] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 4.

[162] Art. 223-1 A, RG AMF. L'article 1, *w* du texte unique en matière d'intermédiation financière italien propose une définition similaire en disposant que « les émetteurs cotés » (*emittenti quotati*) sont « *des sujets italiens ou étrangers qui émettent des instruments financiers cotés sur les marchés réglementés italiens* » ; texte original : « *i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani* ».

l'Autorité des marchés financiers précise que « *L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* » ; le non-respect de l'obligation posée par cette disposition entraîne la réalisation du manquement administratif de diffusion d'informations inexactes ou trompeuses prévu à l'article 632-1 du même texte, et dans certaines conditions plus restrictives, celle du délit pénal correspondant réprimé à l'article L. 465-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier. D'autre part, l'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose que « *Sans préjudice des obligations de publicité prévues par des dispositions légales spécifiques, les émetteurs cotés communiquent au public, sans délai,* ***les informations privilégiées*** *dont il est question à l'article 181, qui concernent directement lesdits émetteurs et les sociétés par eux contrôlées* »[163]. Une référence à ces mêmes informations privilégiées est contenue dans les articles 184 et 187-*bis* de ce même texte, tous deux relatifs à l'abus d'informations privilégiées respectivement dans ses versants pénal et administratif. Ainsi, la diffusion immédiate des informations privilégiées, caractérisées par leur confidentialité initiale, réduit le temps pendant lequel celles-ci restent à la disposition d'un cercle restreint de personnes, et diminue donc la durée susceptible de donner lieu à la commission d'une opération d'initié.

Dans le même sens, l'Autorité des marchés financiers a cherché à limiter les communications inopportunes d'informations privilégiées susceptibles de donner lieu au délit de l'article L. 465-1, alinéa 2 du Code monétaire et financier ou au manquement de l'article 622-1, alinéa 2, 1° du règlement général. Dans une recommandation n° 2010-07 du 3 novembre 2010[164], elle encourage les émetteurs à sensibiliser les personnels qui possèdent des informations privilégiées, afin d'éviter une communication inutile de telles données sensibles, et à les informer de la responsabilité qui pèse sur eux du fait de leur qualité d'initié. Les principales hypothèses dans lesquelles la communication doit être limitée correspondent aux moments qui précédent la préparation d'opérations financières significatives, ou encore les périodes d'élaboration des comptes annuels ou semestriels. Dans ces situations, il est préférable pour les émetteurs de taire certaines indications, dans le but d'éviter la divulgation d'informations privilégiées, mais aussi de

---

[163] Mis en gras par nous. Texte original : « *Fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio,* ***le informazioni privilegiate*** *di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate* » (art. 114, al. 1, TUF).

[164] AMF, Recommandation n° 2010-07 du 3 novembre 2010, Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées, §2.2.2 à 2.2.4, pp. 8-10.

données imprécises ou parcellaires qui pourraient conduire à tromper les analystes financiers, et plus largement, l'ensemble des investisseurs[165]. Ces dispositions visent donc également à protéger le marché des comportements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

27. Les autres mesures de prévention des abus de marché : Les normes regardant l'information financière ne sont pas les seules à prévenir les abus de marché ; là encore, les obligations des émetteurs se sont multipliées.

En premier lieu, les autorités de marché ont institué des périodes, communément dénommées « fenêtres négatives », durant lesquelles toute personne détentrice d'une ou plusieurs informations privilégiées doit s'abstenir de procéder à des opérations boursières sur ses titres propres. Cette obligation d'abstention vaut en particulier pour les émetteurs dans le cadre de programme de rachat d'actions propres, dès lors qu'une information privilégiée est connue de ces derniers et jusqu'au lendemain de sa diffusion au public[166], ainsi que pendant les quinze jours qui précèdent la communication au marché des résultats annuels, semestriels ou, le cas échéant, trimestriels[167]. Si les dirigeants ne sont pas expressément mentionnés dans l'article 631-6 du règlement général qui pose cette obligation s'abstention, l'Autorité des marchés financiers a émis une recommandation n° 2010-07 du 3 novembre 2010[168] dans laquelle elle incite fortement les sociétés à instaurer des « fenêtres négatives » similaires pour ceux-ci. Leur durée serait de trente jours calendaires avant la publication des comptes annuels, semestriels et trimestriels complets, et de quinze jours calendaires préalablement à la diffusion de l'information financière trimestrielle[169]. Cette interdiction vaut également pour toute personne qui possède une information privilégiée, ce qui inclut les initiés occasionnels[170], c'est-à-dire ceux qui ont accès à de telles informations de façon ponctuelle dans le cadre de leur profession ou de leurs fonctions. Les périodes d'abstention sont clairement destinées à empêcher les opérations d'initiés, c'est-à-dire

---

[165] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 155.

[166] Art. 631-6, 1° RG AMF.

[167] Même article, 2°.

[168] AMF, Recommandation n° 2010-07 du 3 novembre 2010 précitée, §2.2.5, p. 11.

[169] *Ibid*.

[170] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 148.

l'exploitation d'une information privilégiée par la personne qui la détient, avant que celle-ci ne soit rendue publique. Les « fenêtres négatives » participent donc indubitablement à la prévention des abus de marché.

En deuxième lieu, les émetteurs et les personnes qui agissent en leur nom et pour leur compte[171], auxquels s'ajoutent les sociétés par eux contrôlées en Italie[172] sont tenus d'instituer un registre, mis à jour en permanence, dans lequel est indiquée l'identité des personnes, qui travaillent en leur sein ou non, et qui ont accès de manière régulière ou occasionnelle à des informations privilégiées. Sont également précisés le motif de l'inscription, ainsi que sa date et celle de l'actualisation[173]. Cette liste doit être tenue à la disposition de l'Autorité des marchés financiers[174] et communiquée à la Consob[175].

En troisième lieu, diverses personnes ont l'obligation d'effectuer une déclaration d'opération suspecte aux autorités de marché, c'est-à-dire de porter à leur connaissance la survenance de transactions portant sur des instruments négociés sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur de tels marchés a été formulée, et susceptibles de constituer une opération d'initié ou une manipulation de cours[176]. Cette obligation, comme celle de tenir une liste d'initiés, a été créée par les lois françaises et italiennes n° 2005-811 du 20 juillet 2005[177] et n° 62 du 18 avril 2005[178]. Ses destinataires résident en France dans « *les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les membres des marchés règlementés non prestataires de services d'investissement* »[179], et en Italie dans « *les sujets habilités, les agents de change inscrits au rôle unique national et les*

---

[171] Art. L. 621-18-4, C. mon. fin. et 223-27, RG AMF.

[172] Art. 115-*bis*, TUF et art. 152-*bis* s., Règlement « Émetteurs » (Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti »).

[173] Art. 223-28, RG AMF et art. 152-*bis*, Règlement « Émetteurs ».

[174] Art. L. 621-18-4, C. mon. fin.

[175] Art. 115-*bis*, TUF.

[176] Art. L. 621-17-2, C. mon. fin., art. 315-42 à 315-44, RG AMF, art. 187-*novies*, TUF et 44 à 50 du Règlement « Marchés » de la Consob du 27 octobre 2007 (Regolamento n. 16191 della Consob del 29 ott. 2007, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati »).

[177] Loi n° 2005-811 du 20 juil. 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 168 du 21 juil. 2005, p. 11835.

[178] Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76.

[179] Art. L. 621-17-2, C. mon. fin.

sociétés de gestion des marchés »[180]. Là encore, ce sont la Consob et l'Autorité des marchés financiers qui fixent les formes et modalités de ces déclarations d'opérations suspectes. Le signalement à ces deux autorités doit être fait « *sans délai* »[181] ; il peut être adressé « *par courrier électronique, lettre, télécopie ou téléphone* »[182]. Evidemment, la révélation de la réalisation d'une opération susceptible de constituer un abus de marché par les individus soumis à cette obligation empêche toute poursuite fondée sur la violation du secret professionnel[183]. La nécessité de déclarer de telles transactions suppose que les entités visées conservent la trace des opérations effectuées, ce qui n'est pas sans poser problème quant à l'archivage de toutes ces données[184].

Au-delà des mesures destinées à faciliter l'identification des auteurs d'abus de marché[185], les émetteurs et autres entreprises de marché (entreprises d'investissement, sociétés de gestion du marché, etc.) sont tenus de mettre en place des mesures de contrôle interne, afin de minimiser les risques de fuite des informations privilégiées et d'identifier rapidement les auteurs de violations des règles professionnelles. Par exemple, la technique des *chinese walls*, empruntée aux sociétés américaines, est assez répandue : elle consiste en « une séparation des bureaux en fonction du type d'activité réalisée, de façon à éviter le passage automatique d'informations d'un bureau à un autre, conférant ainsi, une autonomie décisionnelle majeure aux

---

[180] Texte original : « *i soggetti abilitati, gli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale e le società di gestione del mercati* » (art. 187-*novies*, TUF).

[181] Art. L. 621-17-2, C. mon. fin. et art. 46, Règlement « Marchés ».

[182] Art. 315-42, RG AMF et art. 48, du Règlement « Marchés ».

[183] Art. L. 621-17-7, C. mon. fin. par renvoi à l'art. 226-13, C. pén.

[184] V. en ce sens Elio PALOMBI et GIORGIO PICA qui mettent en relief cette difficulté : « La nécessité d'un archivage électronique des opérations accomplies sur les valeurs mobilières a inévitablement jailli de la nature des infractions et des modalités usuelles de réalisation des négociations sur le marché mobilier. Le vrai problème réside dans la conservation et la gestion de l'énorme masse de données qui en dérive » ; texte original : « *La necessità di una archiviazione elettronica delle operazioni compiute su valori mobiliari è scaturita inevitabilmente dalla natura degli illeciti e dalle modalità usuali di effettuazione delle negoziazioni nel mercato mobiliare. Il vero problema risiede nella conservazione e nella gestione dell'enorme massa di dati che ne deriva* », *in Diritto penale dell'economia e dell'impresa*, vol. II, *Mercato finanziario*, UTET, Torino, 1996, p. 1165.

[185] V. en ce sens Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI qui considèrent que la liste des initiés de l'article 115-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière revêt une double fonction, à savoir celle de limiter les risques d'opérations d'initiés et celle de faciliter l'identification des auteurs de telles infractions, *in Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 396 ; dans le même sens, Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 2° éd., 2010, pp. 460-461.

différents secteurs de la société »[186]. D'autres obligations consistent à mettre en place les systèmes de détection des opérations suspectes précédemment évoquées[187]. Ces modèles de contrôle et d'organisation, destinés à prévenir les abus de marché ou à les déceler au plus vite ne sont pas sans intérêt, notamment au regard de la responsabilité des « *entités* » dérivant d'une infraction pénale, régie par la loi n° 300 du 29 septembre 2000[188] et par le décret législatif italien n° 31 du 8 juin 2001[189]. Il convient d'énoncer, que l'article 6, 1., *a*/ du décret législatif précité prévoit que l'« entité » poursuivie ne répond pas de l'infraction commise par l'un de ses responsables lorsque « *l'organe dirigeant a adopté et mis en place de façon efficace, avant la commission du fait [délictueux], des modèles d'organisation et de gestion aptes à prévenir les infractions de la*

---

[186] Texte original : « ***una separazione degli uffici a seconda del tipo di attività svolta, in modo da evitare l'automatico passaggio di informazioni da un ufficio all'altro, conferendo, così, una maggiore autonomia decisionale ai vari settori della società*** », *in* Astolfo DI AMATO, *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, 2007, p. 128.

[187] Art. 315-44, RG AMF qui impose aux établissements de crédit, entreprises d'investissement et membres des marchés réglementés non prestataires de service d'investissement de se doter des procédures permettant d'identifier et de mettre à jour les typologies des opérations devant donner lieu à un signalement à l'Autorité des marchés financiers. Pareillement, les articles 45, 2. et 45, 3. du Règlement « Marchés » de la Consob du 27 octobre 2007 disposent respectivement que « *Les sujets habilités tenus au signalement et les agents de change adoptent les dispositions et les actes nécessaires à l'identification et au signalement sans délai des opérations suspectes* » (texte original : « *I soggetti abilitati tenuti alla segnalazione e gli agenti di cambio adottano le disposizioni e gli atti necessari a identificare e segnalare operazioni sospette* ») et que « *Les sujets habilités et les sociétés de gestion du marché qui gèrent des systèmes d'échanges organisés ou d'autres plateformes de négociation adoptent les dispositions et les actes nécessaires à la prévention des abus de marché et à l'identification et au signalement sans délai des opérations suspectes* » (texte original : « *I soggetti abilitati e le società di gestione del mercato che organizzano sistemi di scambi organizzati o altre piattaforme di negoziazione adottano le disposizioni e gli atti necessari a prevenire abusi di mercato e a identificare e segnalare senza indugio operazioni sospette* »).

[188] Legge del 29 sett. 2000, n. 300/2000, « Ratifica ed esecuzione dei seguenti Atti internazionali elaborati in base all'articolo K. 3 del Trattato dell'Unione europea: Convenzione sulla tutela degli interessi finanziari delle Comunità europee, fatta a Bruxelles il 26 luglio 1995, del suo primo Protocollo fatto a Dublino il 27 settembre 1996, del Protocollo concernente l'interpretazione in via pregiudiziale, da parte della Corte di Giustizia delle Comunità europee di detta Convenzione, con annessa dichiarazione, fatto a Bruxelles il 29 novembre 1996, nonché della Convenzione relativa alla lotta contro la corruzione nella quale sono coinvolti funzionari delle Comunità europee o degli Stati membri dell'Unione europea, fatta a Bruxelles il 26 maggio 1997 e della Convenzione OCSE sulla lotta alla corruzione di pubblici ufficiali stranieri nelle operazioni economiche internazionali, con annesso, fatta a Parigi il 17 dicembre 1997. Delega al Governo per la disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche e degli enti privi di personalità giuridica », *G.U.* n. 250 del 25 ott. 2000.

[189] D.lgs. del 8 giugno 2001, n. 231/2001, « Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300 », *G.U.* n. 140 del 19 giugno 2001.

même espèce que celle qui s'est vérifiée »[190]. L'instauration de tels modèles présente donc un double intérêt : d'une part, ils contribuent à prévenir et à détecter les abus de marché et d'autre part, en Italie, ils permettent dans certaines conditions d'échapper à la mise en œuvre de la responsabilité découlant d'infractions boursières.

28. L'organisation progressive de la règlementation de l'information financière en France et en Italie : Ce cadre normatif a été impulsé par les instances communautaires qui n'ont cessé d'adopter des règlements et directives dédiés à l'encadrement de l'information financière. Cette multitude de textes supranationaux a donné lieu à de nombreuses dispositions dans l'ordre juridique français, parmi lesquels figurent à titre d'exemples la loi du 26 juillet 2005 dite « Loi Breton »[191] ou encore la loi du 1er août 2003, dite loi sur la sécurité financière[192], complétée par un décret du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers[193]. Cette dernière a présenté son règlement général, homologué par un arrêté du Ministre des finances du 12 novembre 2004[194], modifié à plusieurs reprises par d'autres arrêtés[195].

En Italie, il est possible de constater la même dispersion des sources de l'information financière : certaines se trouvent dans les titres V à VIII du Code civil et concernent les bilans des personnes morales et les comptes consolidés, le rapport semestriel d'activité, les dispositions en matière de fusion et scission, d'augmentation de capital, etc. ; d'autres, sont prévues par le Texte unique en matière d'intermédiation financière modifié à de nombreuses reprises[196], ou encore au sein des communications et recommandations de la Consob[197].

---

190 Texte original : « *l'organo dirigente ha adottato ed efficacement attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi* » (art. 6, 1., *a*), d.lgs. n. 231/2001 du 8 juin 2001).

191 Loi n° 2005-842 du 26 juil. 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite « Loi Breton », *J.O.R.F.* n° 173 du 27 juil. 2005, p. 12160.

192 Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *J.O.R.F.* n° 177 du 2 août 2003, p. 13220.

193 Décret n° 2003-1109 du 21 nov. 2003, relatif à l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 271 du 23 nov. 2003, p. 19904.

194 Arrêté du 12 nov. 2004 portant homologation des livres II à VI du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 273 du 24 nov. 2004, p. 19749.

195 A ces dispositions peuvent s'ajouter de nombreux lois, décrets et ordonnances. V. l'annexe 1 : liste des principales normes applicables à l'information financière, p. 475.

196 Cf l'annexe 1 : liste des principales normes applicables à l'information financière, p. 475.

197 Cf l'annexe 1 : liste des principales normes applicables à l'information financière, p. 475.

L'étude des principales normes relatives à l'information financière permet de comprendre les raisons qui motivent l'institution de ces lourdes charges pour les sociétés soumises à ces règles, notamment du fait du rôle fondamental qu'elle joue par sa contribution au fonctionnement transparent des marchés financiers (Titre 1). Par ailleurs, il est possible de dégager de ces textes l'ensemble des caractéristiques qui ont trait à cette information, qu'elles concernent les qualités que celle-ci est censée revêtir ou son objet. (Titre 2).

TITRE 1
LA NECESSITE DE L'INFORMATION FINANCIERE

29. L'information financière au service du fonctionnement transparent des marchés financiers : Dans leur ouvrage *Infractions boursières* paru en 1996[198], Maurice-Christian BERGERET et Philippe DUPRAT affirmaient que « Posséder l'information c'est […] posséder le pouvoir ». Ils ajoutaient qu'« Il va sans dire que le problème est d'une acuité toute particulière dans le cadre du droit des affaires et du droit boursier ». Il est parfaitement aisé de le comprendre : d'une part, les sociétés dont les titres sont négociés sur les marchés financiers peuvent utiliser les informations diffusées à leur profit afin d'attirer de nouveaux investisseurs ou de convaincre leurs actionnaires du bien-fondé d'une offre publique d'achat, alors que d'autre part, ces mêmes informations constituent un dispositif nécessaire pour ces mêmes investisseurs afin qu'ils accomplissent une transaction libre et éclairée sur des valeurs mobilières. Sur ce point, Gilberto GABRIELLI rappelle que « […] dans la mesure où les diverses hypothèses de risque influencent les choix des catégories hétéroclites d'investisseurs présents sur les marchés de capitaux, il est d'une importance fondamentale pour l'entreprise de garantir de manière continuelle des flux de communication, destinés à fournir au marché des éléments d'évaluation des risques corrects et mis à jour, afin qu'au sein de la gamme des différentes alternatives d'investissement disponibles sur le marché, la position des produits émis par la société n'apparaisse pas biaisée par une éventuelle appréciation erronée du risque »[199].

La persuasion de nouveaux individus est d'autant plus importante que les marchés boursiers assurent deux rôles principaux et essentiels[200] : pour commencer, ils contribuent au financement des entreprises ; ensuite, ils assurent la fluidité de l'épargne. Concernant le premier aspect, les sociétés ne peuvent pas toujours recourir à l'emprunt bancaire. De ce fait, elles peuvent choisir, en cas de besoin de liquidités, de procéder à une augmentation de capital en émettant des actions ou d'utiliser l'emprunt obligataire.

---

[198] Maurice-Christian BERGERET, Philippe DUPRAT, *Les infractions boursières*, éd. Presses universitaires de France, Coll. « Que sais-je ? », 1996, p. 45.

[199] Texte original : « […] ***nella misura in cui le diverse fattispecie di rischio influenzano le scelte delle varie tipologie di investitori presenti nel mercato dei capitali, è di importanza fondamentale per l'impresa garantire flussi di comunicazione in via continuativa, volti a fornire al mercato basi di valutazione del rischio corrette e aggiornate, affinché il posizionamento dei prodotti finanziari emessi dall'impresa stessa, all'interno della gamma di alternative di investimento disponibili sul mercato, non risulti distorto da un'eventuale errato apprezzamento del rischio*** », Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 21.

[200] V. en ce sens : Catherine KARYOTIS, *L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux*, Gualino (Lextenso éditions), Coll. « Les carrés », 2° éd., 2010, p. 18.

Dans les deux cas, il convient de convaincre les investisseurs en leur présentant des conditions claires et précises d'adhésion, tout en vantant les qualités des produits proposés. Ces mêmes objectifs se retrouvent en cas d'introduction en bourse d'une société, dans le but d'augmenter ses fonds propres, ou en cas d'offre publique d'achat par exemple. Cette dernière correspond à « une opération financière permettant à une ou plusieurs personnes physiques ou morales de faire connaître publiquement aux actionnaires d'une société leur intention d'acquérir tous leurs titres dans un délai précis (de plus de vingt jours) et à un prix déterminé »[201]. Elle n'a pas pour principale finalité d'accroître les ressources financières de son initiateur : elle permet surtout à celui-ci de prendre le contrôle de la société objet de l'opération, dite société cible.
Relativement au second aspect, la circulation de l'épargne est garantie par les multiples échanges qui ont lieu sur le marché secondaire, c'est-à-dire sur la plateforme de négociation qui concernent les titres qui ont déjà fait l'objet d'une émission. Elle est assurée par une variation limitée des cours, dans le but d'attirer les investisseurs. A nouveau, dans cette hypothèse, les règles de fonctionnement du marché doivent être connues des opérateurs : en matière d'économie, les placements bancaires sont souvent préférés aux placements financiers, du fait du faible risque qui les caractérisent par rapport aux seconds. Par conséquent, si une société veut inciter de potentiels épargnants à intervenir en bourse, l'information qui leur est communiquée doit garantir une certaine stabilité et rentabilité des produits présentés, des risques minimisés, ainsi qu'une éventuelle disponibilité de leur argent.

30. L'information financière au soutien du l'efficacité des marchés financiers : Pour que les marchés financiers assurent leurs rôles de financement des entreprises et de circulation de l'épargne, il est nécessaire que les personnes susceptibles d'y recourir aient confiance en ceux-ci. Le moyen le plus efficace d'atteindre cet objectif est de garantir un fonctionnement régulier et transparent des marchés financiers, ce qui implique une diffusion des règles d'organisation et d'échanges y afférant. Néanmoins, il faut aussi et surtout, une communication des informations relatives aux sociétés dont les titres sont négociés sur ces marchés, qu'elles soient financières ou comptables, qu'elles

---

[201] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 487.

concernent leur stratégie commerciale, les opérations qu'elles entendent réaliser ou les évènements qui affectent l'évolution de leurs activités ou de leur situation patrimoniale. Par ailleurs, quelques individus ont un accès immédiat à certaines données, et plus particulièrement, les personnes exerçant des fonctions de direction, d'administration , de gestion et de contrôle des sociétés cotées. Il semble donc fondamental que cette « asymétrie » d'information soit limitée dans le temps, afin que les autres investisseurs n'aient pas l'impression de participer à une « partie de poker truquée ».

Cependant, les places boursières et les entreprises qui émettent les instruments négociés en leur sein sont soumises à une rude concurrence[202], et de ce fait, elles doivent paraître toujours plus attractives et convaincre les investisseurs de leur rentabilité et de leur bonne marche. Ainsi, lorsqu'une société est admise à la cotation, elle doit élaborer une stratégie de communication adaptée à chaque cible d'investisseurs potentiels (profanes ou aguerris). La diffusion de l'information financière prend alors une dimension de technique de gestion et devient un outil *marketing* au service des émetteurs et de la valorisation des produits qu'ils proposent à la négociation. C'est le cas, par exemple, lors d'une offre publique d'achat inamicale : la société qui en est à l'origine doit persuader les investisseurs que la prise de contrôle de la société cible lui sera bénéfique, alors que cette dernière doit les convaincre qu'une telle opération empêchera, notamment, le respect des engagements pris envers les actionnaires. La teneur de l'information financière communiquée n'est donc pas sans influence sur la réalisation de la transaction.

D'autre part, selon la théorie économique des marchés efficients, les cours des instruments financiers ne devraient évoluer qu'à l'annonce d'un fait ayant une incidence

---

[202] V. en ce sens Paul LAGNEAU-YMONET, Angelo RIVA, *Histoire de la Bourse*, éd. La découverte, Coll. « Repères », 2012, p. 9-10 ; Marie-Christine SORDINO, *Droit pénal des affaires*, Editions Bréal, Coll. « Lexifac droit », 2010, p. 410 ; Angelo Raffaele LATAGLIATA : « On parle beaucoup et depuis longtemps de la transparence du marché des actions comme d'une exigence fondamentale de loyauté dans la circulation des titres ; exigence qui se pose sur le plan éthique avant tout, plutôt que sur le plan juridique, en ce sens qu'elle concerne la régularité d'un secteur qui acquiert une importance toujours plus grande dans l'expérience juridique actuelle, y compris auprès de l'opinion publique » ; texte original : « *Di trasparenza nel mercato azionario si parla molto e da lungo tempo come di una fondamentale esigenza di correttezza nella circolazione dei titoli; esigenza che si pone, prima che sul piano giuridico, su quello etico, in quanto attiene alla regolarità di un settore che nella esperienza giuridica attuale acquista importanza sempre maggiore, anche presso l'opinione pubblica* », *in* « Tutela della trasparenza nella circolazione dei titoli azionari », *in* Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989 p. 7 ;

significative sur l'activité ou la stratégie de la société cotée concernée[203]. La communication de ce type d'informations contribue donc à la formation et à l'évolution des prix des titres négociés, et donc par extension, au bon fonctionnement des marchés financiers.

31. Les sujets soumis aux prescriptions en matière d'information financière : Les obligations liées à l'information financière pèsent en premier lieu sur les émetteurs et leurs dirigeants. C'est ce que nous rappellent les articles 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière. La première de ces dispositions énonce que « *L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* » et l'article 223-1 A du même règlement vient préciser la notion d'émetteur en expliquant que relativement aux obligations de communication au public, « *le terme émetteur désigne toute entité ou toute personne morale dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé [...] ou sont supports d'un contrat à terme ou d'un titre financier admis aux négociations sur un marché règlementé* ». Cette notion ne recouvre pas complètement la notion italienne d'« émetteurs cotés » (« *emittenti quotati* ») visée par l'article 114 précité, et qui s'entend, en vertu de l'article 1er, 1., *w*) du texte unique en matière d'intermédiation financière, des « *sujets italiens et étrangers qui émettent des titres financiers côtés sur les marchés règlementés italiens* »[204]. Bien que le terme « sujets » (« *soggetti* ») utilisé par la disposition italienne puisse correspondre à la locution française « *toute entité ou toute personne morale* », il reste que ne sont pas visés par la règlementation italienne les sujets dont les titres financiers sont échangés sur un système multilatéral de négociation ; cette exclusion est regrettable notamment parce que les règles relatives aux abus de marché concernent à la fois les marchés règlementés italiens et les systèmes multilatéraux de négociation[205]. Or, ces cinq dernières années les instances européennes, et sous leur influence les législateurs nationaux, n'ont eu de cesse de faire converger les régimes de ces deux

---

[203] V. en ce sens Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 37 ; Orléan ANDRE, « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », *Reflets et perspectives de la vie économique* 2004, n° 2, tome XLIII, p. 37.

[204] Texte original : « *soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani* » (art. 1er, 1. *w*), TUF).

[205] Art. 182, TUF.

types de plateformes de négociation, en étendant le champ d'application des abus de marché aux systèmes multilatéraux de négociation et en ajoutant des obligations d'information du public à la charge des émetteurs dont les titres sont échangés sur ces plateformes[206].

Néanmoins, si les émetteurs, tels que précédemment désignés, sont soumis à de multiples impératifs de communication à l'égard du public et des marchés, les autorités de régulation des marchés financiers ont également un rôle fondamental à jouer.

32. L'action des autorités administratives indépendantes en matière d'information financière : L'Autorité des marchés financiers en France, comme la Consob en Italie, établissent en amont les obligations des professionnels dans ce domaine et contrôlent *a posteriori* que ces derniers se sont conformés à leur règlementation. Ces vérifications sont indéniablement nécessaires si les autorités publiques souhaitent garantir une information effective et de qualité pour les investisseurs ; prévoir de nombreuses obligations à charge des sociétés cotées et de leurs dirigeants n'aurait pas de réel intérêt, si aucune entité ne s'assurait de la bonne mise en œuvre de ces prescriptions. De plus, il apparaît logique qu'une telle compétence revienne aux autorités administratives de régulation, qui ont déjà en charge la règlementation et la surveillance des marchés financiers et des opérateurs économiques intervenant sur ceux-ci, ainsi que le pouvoir de sanctionner les individus transgressant les règles établies.

Par conséquent, il convient d'expliquer dans ce titre quelles sont les raisons qui motivent l'institution d'une règlementation aussi dense en matière de communication financière (Chapitre 1), pour ensuite expliquer comment les autorités administratives de

---

[206] V. en ce sens l'article 1er de la directive n° 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché, *J.O.U.E.* L 173 du 16 juin 2014, pp. 179-189), article relatif au champ d'application de ladite directive qui vise à la fois les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation ; v. également l'article 1er, 7), *b*), iii) de la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 nov. 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (*J.O.U.E.* L 327 du 11 déc. 2010, pp. 1-12), disposition qui prévoit un « *régime d'information proportionné* », tant pour les sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé que pour celles dont les titres sont échangés sur un système multilatéral de négociation.

régulation des marchés financiers veillent et contribuent à la « bonne information » des investisseurs (Chapitre 2).

CHAPITRE 1
LES JUSTIFICATIONS DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

33. L'utilité originelle de l'information financière : Michel CROZIER écrivait dans son ouvrage *La société bloquée* qu'« On ne communique pas parce qu'on a les moyens de communiquer ou parce qu'on dispose de bons instruments de communication. On communique parce qu'on en a envie et on en a envie dans la mesure où cela vous sert »[207]. Les émetteurs ont toujours eu besoin de diffuser l'information financière. Objet d'une communication massive, elle poursuit plusieurs finalités dont l'importance respective a évolué au fil du temps avec l'ouverture des marchés financiers à un nombre d'investisseurs toujours croissant[208]. Avant tout autre chose, les émetteurs ont toujours dû défendre leur image, leur notoriété, leur crédibilité. Les rumeurs sur les marchés financiers sont fréquentes et les conséquences de ces dernières peuvent rapidement venir déstabiliser l'équilibre relatif des cours des instruments financiers[209]. Ainsi, les entreprises décident parfois de s'adresser aux investisseurs pour rétablir la vérité intentionnellement maquillée, ou bien de corriger les informations erronées les concernant diffusées par négligence.

Ensuite, les sociétés cotées ont depuis longtemps intérêt à communiquer le contenu d'informations déterminées, parfois davantage sous forme de publicités, afin d'attirer les investisseurs et de les inciter à souscrire aux valeurs mobilières qu'elles proposent dans le but d'obtenir des capitaux supplémentaires. De même, quand les placements boursiers ont commencé à se répandre comme instruments d'épargne, il a fallu

---

[207] Michel CROZIER, *La société bloquée*, Paris, Editions du Seuil, Coll. « Points Essais », 3° éd., 1995, p. 69.

[208] V. en ce sens Gilberto GABRIELLI qui observe que « Une telle évolution, dans la lignée des tendances qui se sont manifestées au niveau européen, répond à l'exigence d'assurer le bon fonctionnement des marchés, surtout depuis le développement des processus de privatisation et de la diffusion croissante de l'investissement direct ou médiat par le biais des investisseurs institutionnels au sein du vaste public des épargnants » ; texte original « *Tale evoluzione, in linea con le tendenze manifestatesi a livello europeo, risponde all'esigenza di assicurare il buon funzionamento dei mercati, soprattutto a seguito dello sviluppo dei processi di privatizzazione e della crescente diffusione dell'investimento azionario diretto e/o mediato attraverso investitori istituzionali da parte del vasto pubblico dei risparmiatori* », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 7.

[209] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 470.

convaincre le public que les titres financiers constituent des produits rentables et garantissant la disponibilité de l'argent placé. Autrement dit, l'information financière devait – et doit toujours plus – attirer l'attention ; elle revêt donc aussi une fonction qui pourrait être qualifiée de « marketing »[210].

Enfin, depuis l'ouverture des marchés financiers aux petits porteurs, l'information financière poursuit une finalité toute autre. Les épargnants ayant recours à ces plateformes d'échange se sont multipliés de façon significative, tout comme les entreprises qui ont recours à la capitalisation boursière pour se financer. De ce fait, les professionnels des marchés financiers côtoient des investisseurs sans la moindre connaissance du fonctionnement de ces marchés. Il a donc fallu que les entreprises qui gèrent ces plateformes et les pouvoirs publics instituent une règlementation destinée à toute personne susceptible d'acquérir des instruments financiers, afin que celle-ci puisse avoir accès aux données qui lui permettent de réaliser des transactions boursières de façon libre et éclairée.

34. Le développement exponentiel de l'information financière : La multitude d'intervenants sur le marché a contribué à créer des distorsions en matière d'information financière, puisque tous n'ont pas la possibilité d'avoir par eux-mêmes connaissance des renseignements qui circulent ; par ailleurs, l'inexpérience de certains opérateurs fait que l'information ne parvient pas simultanément à tout le public. D'autre part, la disparition des frontières et la mondialisation de l'économie ont entraîné la fusion de différentes places boursières permettant ainsi l'échange de titres étrangers ou la réalisation de transactions transfrontières. Cette même globalisation, fondée sur la libre concurrence des marchés, a également engendré une compétition toujours plus rude entre les émetteurs. C'est pourquoi ces derniers communiquent davantage sur leur situation économique et patrimoniale afin de rester visibles et compétitifs. L'économie financière s'est enfin complexifiée avec l'apparition de nouveaux instruments financiers toujours plus sophistiqués, et de nouvelles plateformes d'échange tels que les systèmes multilatéraux de négociation par exemple, face auxquels les petits épargnants peuvent facilement se retrouver désarmés. On assiste donc, selon l'expression de Jean-Yves LEGER, à « une montée en puissance de la communication financière »[211], aussi

[210] V. en ce sens Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 48.
[211] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. VII.

favorisée par la multiplication des obligations à charge des émetteurs finalisés à protéger les investisseurs contre l'exploitation d'informations privilégiées et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

35. Le renforcement progressif de la règlementation de l'information financière : L'institution d'un cadre normatif destiné à organiser la communication financière est plutôt ancienne, puisque les textes initiaux qui ont imposé des obligations spécifiques aux sociétés cotées en la matière remontent aux années 1970. Dès l'origine, la Communauté européenne est intervenue pour édicter ses propres normes, sa compétence étant fondée sur l'objectif de création d'un marché unique. Les premières d'entre elles consistaient en des directives relatives au prospectus à publier par les émetteurs en cas d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, en date du 5 mars 1979 et du 17 mars 1980[212]. Par la suite, des directives et règlements toujours plus nombreux ont été adoptés par les instances communautaires puis de l'Union européenne[213].

Ces normes ont été transposées dans les ordres juridiques nationaux par les législateurs, mais également par le biais de textes de nature règlementaire rédigés par les autorités administratives de surveillance des marchés, telles que la Commission des opérations boursières française devenue l'Autorité des marchés financiers, ou la Consob italienne. Le cadre normatif de l'information financière est donc le fruit d'un dialogue incessant entre les instances européennes et les gouvernements nationaux, les seconds se conformant aux orientations dégagées par les premières, mais aussi parfois de façon inversée, les systèmes juridiques étatiques influençant la règlementation élaborée au niveau supranational.

L'harmonisation en la matière est toujours plus poussée, dans le but de garantir l'intégrité des marchés financiers européens et de protéger l'ensemble des investisseurs, entraînant ainsi une multiplication et une superposition des normes applicables. C'est ce que constate Jean-Yves LEGER lorsqu'il énonce que « **L'une des tendances fortes de**

---

[212] Directive 79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 66 du 16 mars 1979, pp. 21-32 ; Directive 80/390/CEE du Conseil du 17 mars 1980 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cotation officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 100 du 17 avr. 1980, pp. 1-26 ;

[213] Cf. l'annexe 1 consacrée aux principales normes applicables à l'information financière, p. 475.

l'environnement de la communication au cours des dernières années est la « règlementarisation ». Les obligations d'informer sont croissantes en France, en Europe et dans le monde. La communication financière est la réponse naturelle à ces obligations légales ou règlementaires qui ont deux caractéristiques : des règles de moins en moins directement françaises et une règlementation de plus en plus dense. Depuis quelques années, les règlements sont de plus en plus impulsés par l'Union européenne, car, aujourd'hui, l'Europe dicte le règlement par l'intermédiaire de directives, lesquelles sont ensuite transposées en droit français »[214].

Le rapprochement des règles qui ont trait à l'information financière s'est encore consolidé en 2003 et 2004 avec l'adoption des directives dites « *Prospectus* » du 4 novembre 2003 [215] et « *Transparence* » du 15 décembre 2004[216]. L'objectif de ces textes était double : d'une part, ils continuaient le travail d'uniformisation relatif aux obligations d'information permanente et périodique qui pèsent sur les sociétés cotées ; d'autre part, ils réduisaient les délais dans lesquels les émetteurs doivent communiquer les événements susceptibles d'avoir un impact significatif sur le cours des instruments financiers les concernant, afin de garantir une information toujours plus rapide des investisseurs. Les États membres de l'Union européenne disposent aujourd'hui de normes convergentes relatives aux renseignements à diffuser au public dans des hypothèses aussi nombreuses que variées : introduction en bourse d'une société, offre publique d'achat ou d'offre publique d'échange, survenance d'un événement de nature à altérer sensiblement le cours normal des instruments financiers, ou encore obtention par l'émetteur d'une information privilégiée[217].

---

[214] V. en ce sens Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 48

[215] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[216] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[217] Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 616 ; Nathalie DECOOPMAN,

36. La difficile conciliation de la protection des marchés et des intérêts propres aux émetteurs : Les sociétés cotées ne désirent pas toujours communiquer sur la préparation d'une opération financière, par exemple, soit parce que des négociations sont en cours et qu'elles ne veulent pas risquer de compromettre la réalisation du projet, soit parce qu'elles désirent maintenir un effet de surprise auprès de leurs concurrents. C'est pourquoi tant l'Union européenne que les États membres ont cherché à concilier l'information effective et rapide du public avec les considérations économiques et stratégiques des émetteurs. De ce fait, les investisseurs se retrouvent dans une situation d'égalité relative face aux renseignements diffusés, grâce aux obligations pour les sociétés cotées de diffuser une information prompte, compréhensible et fiable dès que des circonstances particulières le justifient. Ils peuvent donc agir en toute connaissance de cause et réaliser des transactions qui leur sont avantageuses. Les émetteurs, quant à eux, disposent de certaines facultés qui leur permettent de gérer leur communication financière de façon à protéger leurs intérêts propres et à maintenir leur compétitivité, tout en permettant aux opérateurs de se représenter pertinemment la valeur de leur entreprise. Ainsi, l'information financière participe de la protection des investisseurs et de la bonne marche des marchés financiers[218].

Les constats précédemment exposés nous autorisent donc à dégager deux ordres de finalités, parfois contradictoires, pour l'information financière : en premier lieu, elle contribue à la moralisation des marchés boursiers en garantissant un fonctionnement régulier et clair de ces derniers (Section 1) ; en second lieu, elle en favorise l'efficacité (Section 2).

Régis VABRES et Alexandra THIL, « Autorité des marchés financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, cote 01,2012, 14 nov. 2011, §66.

[218] La protection des investisseurs et l'efficacité des marchés sont d'ailleurs les deux finalités poursuivies par la directive « *Transparence* » n° 2004/109 du 15 novembre 2004, comme cela est exposé dans son premier considérant : « *La divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante d'une confiance durable des investisseurs et permet d'apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs, ce qui renforce à la fois la protection des investisseurs et l'efficacité du marché* » (directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») précitée).

Section 1. La transparence des marchés financiers comme objectif juridique de l'information financière

37. L'objectif de transparence des marchés financiers visé par les autorités nationales et supranationales : Cet objectif a été clairement énoncé dans la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004 relative à l'harmonisation des obligations d'information permanente et périodique des émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur des marchés règlementés[219]. Dans son deuxième considérant, il était expliqué que si les Communautés européennes souhaitaient que les investisseurs manifestent une confiance durable en les marchés financiers et puissent apprécier de façon correcte la valeur produite par une entreprise et l'actif à sa disposition, les émetteurs devaient « *assurer, par un flux régulier d'informations, un degré approprié de transparence à l'égard des investisseurs* »[220]. Les économistes confirment cette vision de la transparence financière : à titre d'exemple, Wael LOUHICHI énonce que « lorsqu'elle est sincère, claire et précise, la communication financière permet de produire une information pertinente qui conditionne les anticipations des investisseurs et influence la valorisation boursière des titres »[221].

Le dictionnaire Larousse[222] attribue à la notion de « transparence » la signification de « parfaite accessibilité de l'information dans les domaines qui regardent l'opinion publique ». Cette définition coïncide absolument avec le contenu de la disposition à peine évoquée, en ce sens que la transparence est effectivement assurée par la mise à disposition de toutes les données permettant au public d'évaluer l'évolution des cours des instruments négociés sur les marchés. Pierpaolo MARTUCCI explicite cette notion en précisant qu'elle doit être entendue « soit comme la publicité et la visibilité des actifs et des opérations financières soit comme la garantie d'une information exhaustive et exacte de chacune des catégories destinataires des offres de services ou de produits, comme les épargnants, les actionnaires, les consommateurs »[223]. Ainsi, tous

---

[219] *Ibid*.

[220] *Ibid*, deuxième considérant.

[221] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 2.

[222] Dictionnaire en ligne http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.

[223] Texte original : « *sia come pubblicità e visibilità degli assetti proprietari e delle operazioni finanziarie sia come garanzia di piena e corretta informazione alle varie categorie di volta in volta destinatarie delle*

les investisseurs, potentiels ou actuels, devraient recevoir une information de quantité et de qualité identiques, pour qu'ils analysent en toute connaissance de cause l'offre et la demande présente sur les marchés. Cette information effective et complète tend à les préserver d'éventuelles exploitations illicites de données privilégiées ou de renseignements erronés ou imprécis.

38. La transparence des marchés financiers, forme primaire de protection des investisseurs : Il a été expliqué à plusieurs reprises[224] que certaines conduites, résidant principalement dans les abus de marché, nuisent à l'intégrité des marchés financiers et sont par conséquent réprimées par des sanctions pénales. Le fait que ces comportements soient considérés comme dommageables pour le fonctionnement régulier des marchés et attentatoires à la confiance des investisseurs conduit le législateur à les qualifier d'infractions pénales. Leur gravité est unaniment reconnue par la doctrine et les autorités nationales ou européennes[225]. A titre d'exemple, Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI évoquent « la gravité objective des faits » lorsqu'ils se réfèrent à l'utilisation d'informations privilégiées[226]. Dans le

---

offerte di servizi e prodotti, come i risparmiatori, gli azionisti, i consumatori », Pierpaolo MARTUCCI, *La criminalità economica. Una guida per capire*, Editori Laterza, Roma, 1° ed. 2006.

[224] Cf. § 1, pp. 27-32, et §§ 14-15, pp. 59-67 des présents travaux.

[225] Cf. à titre d'exemple la directive n° 2014/ du 16 avril 2014 (directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 179-189) qui explique que les opérations d'initiés et les manipulations de marchés sont réputées graves dans un certains nombres d'hypothèses (respectivement considérants 11 et 12 de ladite directive), ce qui incite à croire que le caractère grave de ces conduites n'est plus à démontrer. De plus, le considérant 7 de la même directive énonce que « *Les États membres n'ont pas tous prévu de sanctions pénales pour certaines formes de violation grave du droit national mettant en œuvre la directive 2003/6/CE* » ; or, cette directive dite *« abus de marché* » du 28 janv. 2003 (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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25) avait justement imposé une répression minimale de type administrative pour sanctionner ces comportements, ce qui confirme encore leur gravité d'autant que l'Union européenne regrette maintenant que dans certains pays il n'y ait pas sanctions pénales destinées à les punir.

[226] Texte original : « […] *l'oggettiva gravità del fatto* », *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, pp. 87-88 ; d'autres auteurs considèrent également que « l'exploitation de connaissances privilégiées par quelques uns crée une altération très grave des conditions dans lesquelles se déroulent les négociations » ; texte original : « *lo sfruttamento di conoscenze privilegiate da parte di alcuni configura una alterazione almente grave delle condizioni in cui si svolgono le negoziazioni* », *in* Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, pp. 30-31.

même sens, Philippe BONFILS estime que « Parmi les atteintes à la transparence des marchés, les plus graves sont certainement les délits d'initiés »[227].
Par conséquent, afin de diminuer le nombre d'hypothèses pouvant donner lieu à la commission d'abus de marché, de nombreuses obligations en matière d'information financière sont posées à charge des émetteurs et de leurs dirigeants. Comme cela a été expliqué précédemment, l'objet du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses réside justement dans l'information, et de façon plus spécifique, l'information privilégiée représente celui des opérations d'initiés. Il semblait donc cohérent que les autorités assurent la protection des investisseurs avant tout par l'institution d'obligations d'information. La régulation des marchés financiers par la communication d'informations, principalement de nature financière, semble donc représenter un prérequis à l'introduction de sanctions pénales destinées à garantir le bon fonctionnement des marchés financiers.

39. Le droit pénal comme *extrema ratio* : Le droit pénal est souvent présenté comme la discipline juridique « ultime », le corps de règles qui intervient en dernier recours pour sanctionner les comportements illicites que les autres branches du droit (civile ou administrative par exemple) ne suffisent pas à empêcher. C'est ce que constataient par exemple Roger MERLE et André VITU dans leur *Traité de droit criminel* lorsqu'ils évoquaient « la nature du droit criminel »[228] en précisant que « L'étude du droit pénal spécial démontre en effet que la sanction pénale intervient le plus fréquemment pour renforcer les droits ou les obligations énoncés par les lois civiles, commerciales, administratives, constitutionnelles, fiscales ou économiques. Gendarme du Droit, le droit criminel vient au secours de certaines règles de fond d'une grande importance sociale que les simples prescriptions civiles sont, en l'état actuel des moeurs, impuissantes à faire respecter »[229]. Cette vision de la place du droit pénal est aussi

---

[227] Philippe BONFILS, *Droit pénal des affaires*, Montchrestien, Coll. « Cours », 2009, p. 256.

[228] Intitulé de la section II, du Chapitre I, du Titre I du Livre III du *Traité de droit criminel, tome 1 – Problèmes généraux de la science criminelle. Droit pénal général*, Paris, Cujas, 4° éd., 1981, § 144, p. 206.

[229] Roger MERLE, André VITU, *op. cit.*, p. 206. Harald RENOUT, dans le même sens, affirme que « Le droit pénal est surtout caractérisé par son autonomie. S'il sanctionne la violation d'obligations civiles et administratives, les textes sur lesquels il repose et les sanctions qu'il prévoit lui sont propres », *Droit pénal général*, Bruxelles, Larcier, Coll. « Paradigme », 18ème éd., 2013. Georges VIDAL et Joseph MANGOL considèrent quant à eux que « Lorsque ces sanctions suffisent à la réparation du tort causé par la violation du droit, la législation pénale n'a pas à intervenir : cette violation ne relève que de la législation civile. Mais lorsque les sanctions civiles sont jugées insuffisantes à cause de la gravité du

partagée par de nombreux auteurs de la doctrine italienne qui caractérisent cette branche du droit de « subsidiaire », « dans le sens que le recours au droit pénal, compte tenu du caractère afflictif de ses sanctions, doit constituer l'*extrema ratio*, c'est-à-dire être limité aux seules hypothèses dans lesquelles le recours à des sanctions d'autre nature (civiles, administratives, etc.) apparaît inadapté pour dissuader les justiciables de porter atteinte à des biens ou intérêts déterminés »[230]. Par conséquent, le droit pénal est censé être utilisé pour les comportements les plus graves, ceux qui ne peuvent être punis par d'autres branches du droit. Le principe de nécessité de la peine[231] est donc un corollaire du principe de subsidiarité du droit pénal. Giovanni FIANDACA et Enzo MUSCO les abordent d'ailleurs dans un même paragraphe dans leur ouvrage *Diritto penale. Parte generale*, où ils expliquent que « [le principe de nécessité] exprime l'idée selon laquelle la sanction pénale ne doit pas être appliquée en présence d'une quelconque atteinte d'un bien juridique digne de protection, mais au contraire, dans les seuls cas où l'agression s'élève à un tel niveau de gravité qu'elle en résulte intolérable »[232].

Au vu de ces constatations, il est aisé de comprendre pourquoi à côté des sanctions pénales réprimant les infractions boursières, il existe des sanctions administratives prononcées par l'Autorité des marchés financiers et la Consob en cas de violation par les émetteurs de leurs obligations en matière de communication financière.

---

tort causé, des sentiments antisociaux, pervers et dangereux que l'acte implique chez son auteur, de l'émotion publique que cet acte a produite, de l'impossibilité d'en prévoir l'exécution et de s'en garantir par avance, la sanction pénale devient nécessaire », in *Cours de droit criminel et de science pénitentiaire*, Paris, Rousseau et Cie Editeurs, 9° éd., 1947, § 52, p. 65. V. enfin dans le même sens, René GARRAUD et Pierre GARRAUD, *Précis de droit criminel*, Paris, Sirey, 15° éd., 1934, § 3, pp. 3-4.

[230] Texte original : « ***nel senso che il ricorso al diritto penale, in considerazione del carattere afflittivo delle sue sanzioni, deve costituire l'extrema ratio, cioè essere limitato alle sole ipotesi in cui il ricorso a sanzioni di altra natura (civili, amministrative etc.) appaia inadeguato a dissuadere i consociati dall'offendere determinati beni o interessi*** », *in* AA.VV., *Diritto penale. Parte generale*, Napoli, Edizioni giuridiche Simone, 19a ed., 2009, p. 10.

[231] Les auteurs italiens utilisent l'expression « *meritevolezza della pena* », qui traduit l'idée de n'affecter des sanctions pénales qu'aux seuls comportements dont la gravité est telle qu'une sanction autre que pénale ne pourrait suffire à réprimer.

[232] Texte original : « [il principio di meritevolezza della pena] ***esprime l'idea che la sanzione penale deve essere applicata non in presenza di qualsiasivoglia attacco ad un bene degno di tutela, bensì nei soli casi in cui l'agressione raggiunga un tale livello di gravità da risultare intollerabile*** », *in* Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, Zanichelli, 6a ed., 2010, p. 31.

40. La transparence financière, un préalable nécessaire à la répression des abus de marché : Les dispositions sanctionnant les abus de marché tendent à protéger les investisseurs contre la circulation d'informations mensongères, imprécises, tronquées ou exagérées, mais également de l'exploitation de situations de privilège d'information. Toutefois, à côté des poursuites pénales possibles pour ce type de comportements, les autorités administratives désignées à cet effet par les États membres peuvent infliger des sanctions administratives aux individus qui violent les règles posées en matière d'information financière, laquelle constitue le moyen de la transparence financière.
Cette dernière est assurée par de multiples obligations pesant sur les émetteurs et leurs dirigeants, qui doivent absolument diffuser un certain nombre de renseignements aux marchés, notamment tous ceux qui concernent les évènements susceptibles d'affecter le cours normal de l'évolution des titres financiers auxquels ces informations ont trait. Melissa MIEDICO considère d'ailleurs à ce propos que « la prévision d'obligations d'information et de vigilance constitue le prérequis nécessaire pour un système de sanction efficace qui intervient comme *extrema ratio* »[233]. Ces dispositions ont pour objet, à titre d'illustration, la communication d'éléments relatifs à la préparation d'une opération financière importante[234], le franchissement d'un seuil de participation dans une société cotée[235], la diffusion d'un prospectus en cas d'introduction en bourse d'une société[236], les règles d'information des actionnaires et investisseurs en matière d'offre publique d'acquisition[237]. Le non-respect de ces règles est susceptible d'entraîner l'exercice de poursuites administratives, et mêmes disciplinaires, pouvant aboutir au prononcé de sanctions de mêmes natures[238].

---

[233] Texte original : « *la previsione di obblighi informativi e di vigilanza costituisca la necessaria premessa rispetto ad un efficace apparato sanzionatorio con funzione di extrema ratio* », *in* Melissa MIEDICO, « Gli abusi di mercato », *in* Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 74.
[234] Art. 223-6, RG AMF et art. 114, TUF.
[235] Art. 223-11-1 RG AMF par renvoi à l'art. L. 233-7, C. com. et art. 120, TUF.
[236] Art. 211-1 s., RG AMF et art. 113 et 113-*bis*, TUF.
[237] Art. 231-16 à 231-19, RG AMF et art. 105 à 112, TUF.
[238] Art. L. 621-15, II, *a*) et *b*) et III, C. mon. fin. et à titre d'exemple, art. 192, TUF pour le non-respect des dispositions en matière d'offre publique d'achat obligatoire et 193 du même texte pour la violation des règles en matière d'informations sur les sociétés (informations comptables et financières notamment) et privilégiées.

Ainsi, la transparence financière constitue le premier rempart contre les infractions boursières les plus graves, tout en assurant, et c'est là sa finalité principale, la régulation indispensable au fonctionnement clair des marchés. Elle assure donc une protection similaire pour tous les investisseurs (Paragraphe 1), mais elle renforce aussi certaines garanties à l'égard de quelques catégories particulières d'intervenants sur les marchés (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. L'objectif prévalent de la transparence : l'équité des conditions d'investissement

41. La transparence au soutien de l'égalité des investisseurs pour l'accès à l'information : La transparence est assurée par le biais d'une information abondante qui doit être fournie en même temps à l'ensemble du public[239]. Jean-Yves LEGER affirmait en 2010 à ce propos que « L'obligation d'information des actionnaires et des investisseurs découle de deux principes qui animent le marché et justifient le rôle de l'AMF : d'une part, la protection des associés, des épargnants et des tiers et d'autre part, la transparence du marché, élément essentiel de la fluidité du marché boursier »[240].

De même, la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003[241], très emblématique du lien étroit entre transparence et développement des marchés financiers, associe explicitement information financière, confiance des investisseurs et bonne marche de ces plateformes de négociation dans son dix-huitième considérant. Le texte dispose que « *La fourniture d'une information complète sur ces valeurs mobilières et leurs émetteurs renforce, conjointement aux règles de conduite,* ***la protection des investisseurs****. En outre, cette information constitue un moyen efficace de renforcer* ***la confiance du public*** *dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi* ***au bon fonctionnement et au développement des marchés concernés*** »[242]. Les objectifs de clarté de fonctionnement des marchés

[239] Art. 223-1, RG AMF et art. 66, Règlement « Émetteurs ».

[240] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 21.

[241] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[242] Mis en gras par nous ; dix-huitième considérant de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 précitée.

financiers et d'efficacité ont également été expressément affirmés dans de nombreux autres textes européens[243]. Enfin, l'article 17 de la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2014 dite « Transparence »[244] énonce lui aussi le principe d'égalité de toutes les personnes ayant recours aux marchés boursiers en précisant que « *L'émetteur d'actions admises à la négociation sur un marché règlementé assure l'égalité de traitement de tous les détenteurs d'actions qui se trouvent dans une situation identique* ».

De leur côté, Nicole DECOOPMAN, Régis VABRES et Alexandra THIL mettent en relief la complémentarité entre l'apparence de fiabilité des marchés financiers aux yeux du public et l'équité entre les différents opérateurs, en expliquant que le développement des marchés financiers « suppose la confiance des investisseurs, laquelle implique notamment qu'ils soient correctement informés […] » et qu'« outre le respect des règles législatives et règlementaires relatives à l'information des actionnaires, un principe paraît guider l'Autorité des marchés financiers : l'égalité d'information des investisseurs »[245]. Il ne s'agit donc pas seulement de protéger le public en s'assurant de l'effectivité de l'application de leurs obligations d'information par les émetteurs, mais également de garantir à tous un accès identique aux données concernant les sociétés cotées et les titres qu'elles diffusent pour favoriser la réalisation de transactions[246].

La diffusion simultanée des diverses données engendre une situation d'équité sur les marchés, en ce sens que tous les opérateurs ont à disposition des indications identiques relativement aux émetteurs et aux instruments financiers. Par conséquent, ils possèdent

---

[243] Par exemple, au sein du deuxième considérant 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25 ; ou encore, dans le premier considérant de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[244] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») précitée.

[245] Nathalie DECOOPMAN, Régis VABRES et Alexandra THIL, « Autorité des marchés financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, cote 01,2012, 14 nov. 2011, § 4.

[246] Wael LOUHICHI partage également cette vision lorsqu'il explique que « les annonces ont pour objectif d'apporter aux différents opérateurs l'information nécessaire pour la prise de décision. Ainsi, l'information publique peut contribuer à l'élimination des asymétries d'information qui peuvent exister sur le marché et à l'intégration du maximum d'information dans les cours », *in Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 10.

les mêmes chances de réaliser une transaction rentable. Toutes les données nécessaires à l'accomplissement d'une opération libre et éclairée sont susceptibles d'être connues ; il revient alors aux investisseurs de les chercher, de les analyser et de les exploiter. Cette égalité d'accès à l'information est volontairement recherchée par les autorités nationales et européennes, puisqu'elle favorise par la limitation des situations de privilège, la confiance des investisseurs dans les marchés financiers, et de façon consécutive, leur efficacité. C'est également ce que remarquent certains auteurs comme Jean-Yes LEGER qui rappelle que « [...] **dans un monde financier et boursier où la rapidité d'accès à l'information et l'utilisation de cette information sont des points cruciaux, il est évident que le respect de l'égalité à la disponibilité des informations est une condition essentielle au bon fonctionnement des marchés** »[247]. Les professionnels des marchés ont également compris la nécessité de garantir à tous un égal accès aux renseignements relatifs aux émetteurs et à leurs instruments financiers. Ce principe est d'ailleurs inscrit au sein de la Charte des analystes financiers élaborée en avril 2003 de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF)[248].

L'information financière contribue donc bien à traiter les opérateurs de façon identique, en assurant des conditions équitables de transaction boursière, mais aussi en diminuant la durée pendant laquelle certains renseignements restent à la disposition d'une catégorie restreinte d'individus (A). Toutefois, il est des hypothèses dans lesquelles le principe d'équité est mis à mal, lorsque l'asymétrie est, de façon paradoxale, nécessaire à à l'exacte compréhension de l'information et donc au bon fonctionnemment des marchés (B).

A- L'équité souhaitée entre les investisseurs

42. La réduction spécifique de l'asymétrie face à l'information privilégiée : Dans la préface de l'ouvrage de Pierre CLERMONTEL consacré au *Droit de la communication*

---

[247] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 26.

[248] Principe n° 4 de la charte des analystes financiers élaborée en avril 2003 de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) qui prévoit que « *Bien que l'information financière soit appréhendée en plus grand détail et profondeur par les professionnels des marchés financiers,* ***l'égalité dans la diffusion de l'information*** *doit être respectée par les émetteurs pour l'ensemble de la communauté financière* » (mis en gras par nous).

financière, Nicolas MOLFESSIS énonce que « […] l'information financière est le rouage, véhicule indiscuté de la transparence et gage assuré des comportements vertueux. La communication permet l'équilibre, en remédiant à l'asymétrie de connaissances entre l'émetteur et ses dirigeants, d'une part et les destinataires de l'information financière, d'autre part. Elle lève le voile, combat l'opacité, permet la décision et donc, le jeu même du marché »[249]. Le fait que les obligations posées à charge des émetteurs en matière d'information financière sont destinées à favoriser un fonctionnement transparent des marchés financiers, et par là-même, une certaine équité dans les conditions d'investissement est indiscutable[250]. L'une de ces prescriptions constitue l'un des éléments emblématiques de l'information permanente, c'est-à-dire celle qui est diffusée en continu et en temps réel par les sociétés cotées du fait de l'existence d'un « fait nouveau important »[251]. Elle est fondamentale et a pour objet l'information privilégiée. Cette dernière correspond à une ou plusieurs données précises relatives à un émetteur ou à ses instruments financiers, dont le public n'a pas encore connaissance et qui, si elles étaient diffusées, auraient un impact significatif sur le cours de ces derniers[252]. La plupart des informations privilégiées sont en pratique détenues par les dirigeants de l'émetteur, du fait de leurs fonctions qui leur permettent d'accéder à ces renseignements dès qu'ils sont disponibles. Ces informations concernent soit des faits internes à la société d'une très grande importance (*corporate informations*), soit des faits liés aux marchés (*market informations*). Il peut s'agir par exemple d'un projet de fusion[253], de l'entrée au sein de l'émetteur d'un dirigeant déjà très apprécié du

---

[249] Nicolas MOLFESSIS, *in* Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, préface, p. X.

[250] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 470.

[251] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 26.

[252] Cf. les définitions données par l'article 1er, 1) de la directive n° 2003/6/CE du 28 janv. 2003 (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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25) et l'art. 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014 (règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61).

[253] Coralie AMBROISE-CASTEROT, *Droit pénal spécial et des affaires*, Gualino Lextenso éditions, 2ème éd., 2010, p. 362.

marché[254], de l'obtention d'un contrat très rentable, ou encore de la découverte d'un procédé innovant sur le point d'être breveté[255]. C'est pourquoi les personnes exerçant des fonctions de gestion ou de représentation pour une société cotée ont très rapidement connaissance de ces données. D'ailleurs, il en est parfois de même pour les individus qui entretiennent des relations d'affaires avec elle ou qui effectue pour son compte quelques prestations de service, tels que les avocats.

43. Les prescriptions des autorités européennes et nationales en matière de diffusion des informations privilégiées : Pour éviter que ces sujets peu nombreux n'utilisent les renseignements sensibles dont ils disposent et n'en tirent profit en réalisant une opération illicite sur les marchés, c'est-à-dire une opération d'initié au sens de l'article 3 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[256], les instances communautaires avaient instauré une obligation à charge des émetteurs et de leurs dirigeants, consistant à diffuser les informations privilégiées « *dès que possible* »[257]. De son côté, la directive n° 2003/124/CE du 22 décembre 2003 relative à la publication des informations privilégiées et à la définition des manipulations de marché[258] précisait dans son quatrième considérant que « *La protection des investisseurs n'impose pas seulement aux émetteurs de publier en temps voulu les informations privilégiées. Elle exige aussi que cette publication soit aussi rapide et aussi synchronisée que possible entre toutes les catégories d'investisseurs dans tous les États membres dans lesquels l'émetteur a demandé ou accepté l'admission de ses instruments financiers à la négociation sur un marché règlementé, afin de garantir aux investisseurs l'égalité d'accès à ces informations*

---

[254] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 17.

[255] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 387-388.

[256] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 179-189.

[257] Art. 6 de la directive n° 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 précitée sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, repris par l'article 17 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, auparavant mentionné, sur les abus de marché.

[258] Directive 2003/124/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 70-72.

au niveau communautaire et de prévenir les opérations d'initiés ». Ces obligations sont aujourd'hui intégrées dans l'ordre juridique français à l'article 223-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers[259], et en Italie, à l'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière[260]. Ainsi, ces prescriptions assurent une prévention contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées, en même temps qu'elles favorisent la dissipation des asymétries informatives existant par nature sur les marchés, en contraignant les émetteurs à diffuser à l'ensemble du public et au plus vite ces données sensibles. C'est ce que constatait Alberto PREDIERI déjà en 1993 lorsqu'il affirmait que « La loi admet ouvertement le postulat selon lequel il existe des asymétries informationnelles. […] La tendance à imposer une circulation généralisée des informations, en faveur de quiconque en est avantagé ou peut en être avantagé, et même de plus en plus fréquemment en faveur de tous, du « public » ou du marché, est toujours plus marquée »[261]. Ces impératifs participent donc de l'équité dans les conditions de transaction.

---

[259] Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, validé par l'arrêté du 12 nov. 2004 portant homologation des livres II à VI du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 273 du 24 nov. 2004, p. 19749.

Une telle obligation avait déjà été instituée à l'article 4 du règlement COB n° 90-02 relatif à l'information du public, homologué par arrêté du 5 juil. 1990, portant homologation de règlements de la Commission des opérations de bourse, *J.O.R.F.* n° 166 du 20 juil. 1990, p. 8600 ; *Bull. COB* juin 1990, n° 237, pp. 24-25. Cette disposition précisait que « *Tout émetteur doit, le plus tôt possible, porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours du titre concerné* ».

[260] D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998.

Avant l'adoption du texte unique en matière d'intermédiation financière du 24 février 1998, la Consob pouvait malgré tout imposer « *après avoir entendu leurs administrateurs, que les sociétés ou les groupements [dont les actions sont négociées en bourse ou ayant pour objet principal ou exclusif l'exercice d'activités commerciales et dont les titres sont cotés en bourse] rendent publics, selon les modalités et dans les délais par elle établis, les données et renseignements nécessaires à l'information du public en plus de ceux résultant du bilan et des rapports, à l'exclusion de ceux pouvant causer un préjudice à la société ou au groupement* » : texte original : « *sentiti gli amministratori, che da parte di società o enti di cui alla lettera a), siano resi pubblici, nei modi e nei termini da essa stabiliti, dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico in aggiunta a quelli risultanti dal bilancio e dalle relazioni, con esclusione di quelli la cui divulgazione possa essere di pregiudizio alla società o all'ente* » (art. 3, *b*), l. n° 216/1974).

[261] Texte original : « ***La legge dichiaratamente parte dal presupposto di esistenza di assimetrie nelle informazioni. […] Sempre di più viene incrementata la tendenza ad imporre quella circolazione delle informazioni generalizzata, di cui ho parlato prima, a favore di chiunque ne sia avvantaggiato o possa esserne avvantaggiato e, anzi e sempre di più, a favori di tutti, del "pubblico" o del mercato*** », *in* Alberto PREDIERI, « Lo Stato riduttore di assimetrie », *in* Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale, Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano,

44. Une obligation minimale des émetteurs face à l'information privilégiée : Néanmoins, les articles 223-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoient seulement pour les émetteurs, une obligation de rendre disponibles pour le public les informations privilégiées. Le meilleur moyen de les faire parvenir à un maximum d'investisseurs reste le communiqué électronique officiel, qui assure une simultanéité dans la diffusion à la fois sur les marchés nationaux et étrangers[262]. Une fois les renseignements communiqués, l'émetteur est libéré de toute obligation ; il revient aux différents opérateurs, mais surtout aux professionnels des marchés et en particulier aux analystes, de tenir compte de ces données, de les apprécier et d'en tirer des conclusions quant à l'opportunité ou non d'effectuer une transaction. La diffusion d'informations par les émetteurs constitue seulement un moyen d'effacer les inégalités face à son accessibilité, mais en aucun cas elle n'est destinée à pousser à l'action ou à orienter le choix des investisseurs potentiels. Elle n'a pas vocation à supprimer les différences entre les capacités de recherche et d'analyse des divers opérateurs. Ainsi, Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI expliquent que « [l'information privilégiée] concerne le problème de l'asymétrie informationnelle, qui n'est pas due à une situation de connaissance majeure de la part du sujet favorisé, connaissance qui résulterait d'études ou d'une attention constante portée aux phénomènes économiques significatifs, mais qui est bien la conséquence de la condition particulière de privilège liée à la position que celui-ci occupe »[263].

45. La prévalence de la protection de l'intérêt de l'investissement sur les intérêts des investisseurs : Par ailleurs, ce n'est pas l'investisseur en tant que tel qui est

---

Giuffrè, 1993, p. 71 ; dans le même sens, Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 34.

[262] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET qui affirment que « Le communiqué électronique s'impose car c'est le seul capable de satisfaire la définition de la diffusion intégrale et effective donnée par le Règlement général », *in Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 112.

[263] Texte original : « *[l'informazione privilegiata] concerne il problema dell'asimmetria informativa, non dovuta ad una condizione di maggiore conoscenza derivante da studi o da attenzione costante ai fenomeni di rilevanza economica da parte del soggetto favorito, bensì conseguente alla peculiare condizione di vantaggio che connota la posizione ricoperta da quest'ultimo* », Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 7.

protégé, mais bien un équilibre relatif entre tous les individus susceptibles d'avoir recours aux placements boursiers. La réduction des asymétries d'information est davantage mise en œuvre pour susciter et conserver la confiance des investisseurs, et par conséquent, pour assurer le bon fonctionnement des marchés. C'est ce qu'affirme Pierre CLERMONTEL lorsqu'il évoque la situation particulière des actionnaires : « Il est assez manifeste qu'en mettant l'accent sur l'information financière plutôt que sur d'autres aspects, en visant plus généralement l'intérêt du marché et la protection des investisseurs en général, qu'ils soient « effectifs ou potentiels » plutôt que des actionnaires, c'est l'intérêt supérieur du marché, dans sa globalité, que l'on cherche à protéger, plutôt que ses membres »[264]. Cette vision est partagée par certains auteurs italiens, parmi lesquels se trouve Tommaso DE VITIS qui observe que « la loi n. 157/1991, en effet, est passée d'une protection importante des actionnaires et des créanciers à la garantie d'une information prompte pour le marché en tenant compte de la sensibilité des cours à [l'annonce] de cette information »[265]. C'est pourquoi il est préférable de parler d'équité dans les conditions de négociation et de transaction plutôt que d'égalité des investisseurs face à l'information, l'égalité parfaite demeurant une chimère.

---

[264] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 35.
Dans le même ordre d'idée, Gilberto GABRIELLI qui considère que « La *ratio* d'une telle réglementation, traditionnellement associée à l'exigence de protection de l'épargne et, donc, de l'investisseur moyen, se rattache de plus en plus à un objectif de transparence, qui tend à la sauvegarde des intérêts de l'ensemble des parties prenantes, ou qui est établie dans une optique de gouvernance d'entreprise » : texte original : « *La ratio di tale disciplina, tradizionalmente ricondotta all'esigenza di tutela del risparmio e, dunque, di protezione dell'investitore medio, sempre più si riconnette a un obiettivo di trasparenza finalizzata alla salvaguardia degli interessi degli stakeholders in generale ovvero in un'ottica di corporate governance* », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 25.

[265] Texte original : « *La legge n. 157/1991, infatti, ha spostato l'enfasi dalla tutela dell'azionista e dei creditori alla garanzia di una tempestiva disclosure per il mercato, avendo riguardo alla "sensibilità" dei prezzi rispetto alla informazione* », *in* Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 620.

B- L'équité imparfaite des investisseurs face à l'information

46. Une information transnationale en temps réel : La globalisation de l'économie et des marchés financiers associée à la multiplication des obligations à charge des émetteurs en matière de communication financière et à l'internationalisation de la règlementation ont permis un accès à l'information dans des temps réduits voire instantanés[266]. Jean-Yves LEGER a parfaitement décrit l'évolution des temps de la diffusion jusqu'à l'état actuel où les données circulent à la vitesse de la lumière, en constatant qu'« Il y a trente ans, les sociétés communiquaient vers des marchés, essentiellement nationaux, par le courrier avec pour unité de temps le ou les jours. Puis vint le télex et l'unité de temps fut ramenée à quelques heures. Il y a une vingtaine d'années vinrent le fax et l'envoi groupé, et l'unité de temps pour des publics français et étrangers devint l'heure. Internet et le mail ont permis la mondialisation de la communication économique vers des investisseurs répartis à travers le monde, défiant frontières et fuseaux horaires, des investisseurs ayant de plus en plus accès à une information considérable, dans des conditions d'égalité d'accès formidablement améliorées : l'unité de temps est devenue la seconde ». Ainsi, l'accélération de l'information financière est due aux mutations qui affectent les supports utilisés pour sa diffusion, et notamment à la substitution de la presse écrite par le réseau Internet et le recours des sociétés aux agences de presse qui communiquent au fur et à mesure les données qu'elles reçoivent[267].

47. Les limites à l'équité des conditions d'investissement : Pour autant, si les informations sont disponibles pour tous les investisseurs de manière quasi simultanée, ces derniers n'en ont pas nécessairement connaissance au même moment, en premier lieu parce que les opérateurs ne disposent pas tous des capacités et compétences identiques en ce qui concerne la recherche de tels renseignements. D'autre part, les sociétés cotées peuvent vouloir reporter la diffusion de certaines informations, notamment lorsque des négociations sont en cours afin de ne pas compromettre la réalisation de l'opération ou du projet initial, mais aussi pour se protéger de leurs

---

[266] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 63.

[267] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 3.

concurrents. Jean-Yves LEGER évoque ces difficultés de nature à rendre « schizophrènes » les dirigeants des émetteurs, en expliquant que « Cette communication financière doit permettre plus de transparence. Mais l'entreprise doit anticiper les pièges de cette transparence en étant capable d'imposer ses rythmes de communication dans certaines situations et malgré les contraintes. Elle devra oser, à certains moments, ne rien dire, car, la Bourse étant un marché d'anticipation, il ne peut y avoir d'anticipation distinctive si tout le monde dispose de la même information et si tout est transparent »[268]. Les sociétés cotées doivent donc concilier les obligations liées à la communication financière avec leurs propres intérêts commerciaux et économiques. Il s'agit d'un équilibre à trouver entre la nécessité de préserver le secret des affaires et l'impératif de qualité de l'information[269]. La charte élaborée par la Société Française des Analystes Financiers et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France publiée en avril 2003 recommande d'ailleurs aux entreprises de fixer elles-mêmes le niveau d'information à diffuser pour ce qui les concerne, en tenant compte de l'exigence de transparence qui régit les marchés et des contraintes liées à leurs activités[270].

48. La communication financière adressée aux analystes financiers, une rupture d'équité consentie : Néanmoins, si tous les investisseurs doivent bénéficier d'une information quantitativement et qualitativement identique, il peut être intéressant pour les émetteurs de s'adresser en priorité à certaines catégories de personnes, telles que les analystes financiers, qui vont recevoir l'information et la « vulgariser », afin de la rendre compréhensible y compris aux individus qui ne sont pas familiers des marchés financiers[271]. Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET expliquent cette nécessité par la

---

[268] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 48.

[269] V. en ce sens Gilberto GABRIELLI qui explique que la diffusion d'une information ne doit pas mettre l'émetteur en situation de « désavantage au regard de ses concurrents actuels et/ou potentiels » ; texte original : « ***svantaggio nei confronti dei concorrenti attuali e/o potenziali*** », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 35.

[270] Recommandation n° 1 de la charte élaborée par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) publiée en avril 2003 qui précise que « *Chaque entreprise définit le niveau adéquat de l'information à communiquer au marché, compatible avec la confidentialité des affaires et la nécessaire transparence attendue par le marché* ».

[271] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET qui démontrent en quoi la communication « privilégiée » avec les analystes financiers est primordiale pour les sociétés cotées : « les professionnels des marchés et notamment les analystes financiers ont un contact direct avec l'émetteur et reçoivent une information beaucoup plus riche que le public. Ce déséquilibre est inévitable voire souhaitable. Les analystes qui sont déjà des professionnels de la finance, se spécialisent par secteur

complexité et la multiplicité des renseignements fournis au marché par les sociétés cotées : « [...] les relations entre émetteurs, d'une part, et analystes ou investisseurs institutionnels, d'autre part, incarnent une altération acceptée du principe de l'égalité d'accès à l'information. [...] soulignons qu'un aspect de cette altération tient à la difficulté de compréhension par le public de la documentation censée l'informer sur la situation de l'émetteur. L'inflation de l'information sous toutes ses formes a tué l'intelligibilité de l'information par l'actionnaire individuel »[272]. De son côté, le groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT recommandait aux émetteurs, dans un rapport consacré aux « avertissements sur résultats » publié le 6 avril 2000, de « *mieux gérer les relations avec les analystes financiers* » dans le but de « *les aider dans leur travail de compréhension et de valorisation de l'entreprise* », de « *présenter et expliciter leur stratégie et leurs objectifs* », de « *susciter des questions nouvelles* », mais aussi et surtout de « *s'assurer de la bonne compréhension des messages par les analystes, et tenir compte de leurs réactions* »[273].

Du fait de cette réalité, les émetteurs souhaitant que les données qu'ils diffusent soient bien appréhendées par le public, privilégient au préalable les entretiens avec les analystes financiers notamment en cas de préparation d'opérations financières significatives ou au moment de l'annonce des résultats. Par ailleurs, ils leur transmettent des informations certainement plus précises et pointues que celles qui sont contenues dans les communiqués officiels à destination de l'ensemble des investisseurs. Les analystes peuvent également être réunis par les émetteurs et poser des questions afin d'obtenir des explications détaillées ayant trait aux projets en cours ou aux résultats de la société.

49. La communication financière réservée aux investisseurs institutionnels, second atteinte à l'équité informationnelle : Les investisseurs institutionnels sont des

---

d'activité et émetteur. Il est donc naturel que leur compréhension beaucoup plus fine de l'activité de l'émetteur les amène à poser des questions plus pointues. C'est même indispensable pour qu'ils puissent assimiler et digérer l'ensemble des informations financières, élaborer leurs prévisions et jouer leur rôle actuel d'intermédiaire entre l'émetteur et les investisseurs », *in Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 29.

[272] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 223.

[273] § A.2, p. 12 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

organismes professionnels d'investissement très présents au sein des émetteurs et habitués des marchés financiers[274]. Il s'agit en France et en Italie des caisses de retraite, des compagnies d'assurance et des organismes de placement collectif de valeurs mobilières (sociétés d'investissement à capital variable et fonds communs de placement). Selon Jean-Yves LEGER, les investisseurs institutionnels se focalisent davantage sur le court terme, et de ce fait, exigent une communication en temps réel[275]. La principale attente des investisseurs institutionnels réside dans l'information relative à la création de valeur économique par l'entreprise, qu'ils veulent toujours croissante. Comme ils possèdent un poids considérable au sein des émetteurs, ils constituent avec les analystes financiers, l'autre catégorie de personnes auprès desquelles les émetteurs soignent tout particulièrement et détaillent de façon précise les informations et les justifications qu'ils fournissent, notamment pour les convaincre de leur performance[276].

50. L'information privilégiée, tempérament à la communication préablable avec les analystes financiers et les investisseurs institutionnels : La seule limite à la communication spécifique réservée aux analystes financiers et investisseurs institutionnels réside dans la prohibition pour l'émetteur de transmettre une information privilégiée, à peine de commettre le délit de communication d'informations privilégiée[277] ou le manquement administratif correspondant[278]. C'est pourquoi, en principe, tout contact avec les analystes financiers doit être précédé d'un communiqué contenant toutes les informations privilégiées sur le point d'être présentées auxdits analystes[279]. C'est en ce sens que se sont prononcés la Société Française des Analystes

---

[274] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 14.

[275] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 93.

[276] V. en ce sens, Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 85.

[277] Le délit est réprimé aux articles 184 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien et L. 465-1, alinéa 2 du Code monétaire et financier, lequel sera abrogé au 1er septembre 2016 du fait d'une décision du Conseil constitutionnel rendue le 18 mars 2015 (Cons. const., déc. n° 2014-453/454 et 2014/462 QPC, 18 mars 2015, *M. John L. et autres* (Cumul des poursuites pour délit d'initié et des poursuites pour manquement d'initié), *AJDA* 23 mars 2015, n° 10, p. 553 ; *D. act.* 20 mars 2015, note Jérôme LASSERRE-CAPDEVILLE ; *D.* 23 avr. 2015, n° 15, pp. 874-875, obs. Olivier DECIMA ; *ibid.* pp. 894-897, obs. Anne-Valérie LE FUR, Dominique SCHMIDT ; *JCP E* 26 mars 2015, n° 13, act. 243 ; *ibid.* 2 avr. 2015, n° 14, act. 267 ; *Dr. pén.* 4 avr. 2015, n° 4, comm. 56, Florence CREUX THOMAS ; *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. Frédéric STASIAK ; *JCP G* 30 mars 2015, n° 13, comm. 368, Frédéric SUDRE ; *JCP G* 30 mars 2015, n° 13, comm. 369, Jacques-Henri ROBERT).

[278] Le manquement est sanctionné par les articles 632-1, alinéa 2, 1°) du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 187-*bis* du texte unique en matière d'information financière.

[279] V. en ce sens. Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 226.

Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France (CLIFF)[280]. Un tel tempérament semble justifié puisqu'il a été démontré que la transparence des marchés financiers, par le biais de l'information, poursuit avant tout une finalité d'égalité de traitement des investisseurs par la disparition autant que possible des asymétries informationnelles[281]. Toutefois, si par négligence, l'émetteur divulgue une information privilégiée aux analystes financiers ou aux investisseurs institutionnels, celui-ci doit immédiatement assurer une diffusion effective et intégrale de cette même information auprès de l'ensemble du public par le biais d'un communiqué officiel[282]. De plus, dans le but de rétablir un équilibre en partie rompu, les émetteurs publient parfois sur leur site internet les diaporamas proposés aux analystes financiers lors des réunions organisées avec eux.

L'existence de disparités dans les compétences de recherche et d'analyse des informations financières conduit les sociétés cotées et leurs dirigeants à s'assurer de la bonne réception de ces données par le marché en communiquant davantage et préalablement aux analystes financiers. Toutes ces raisons s'opposent à une égalité parfaite des investisseurs face à l'information financière. D'ailleurs, les distorsions sont parfois accentuées lorsque la transparence vise à protéger des opérateurs économiques déterminés.

Paragraphe 2. L'objectif secondaire de la transparence : le renforcement de la protection de catégories particulières d'opérateurs

51. Une information adaptée à ses destinataires : Certains individus ont encore plus besoin que d'autres d'avoir connaissance de la situation économique et budgétaire des sociétés dont ils détiennent les instruments financiers. C'est le cas des partenaires

[280] La recommandation n° 4 de la charte rédigée par la SFAF et le CLIFF, publiée en avril 2003, prévoit que « *Des informations de même substance doivent être mises à disposition de l'ensemble des professionnels et des particuliers intéressés. Dans le cas des réunions d'analystes, cela implique que les commentaires et développements les plus significatifs apportés soient retransmis au public.*

Pour les événements récurrents et non récurrents, les entreprises doivent respecter le principe de simultanéité de la mise à disposition de l'information aux analystes, investisseurs et journalistes. Dans le cas particulier d'une information nouvelle pouvant avoir une influence significative sur le cours de Bourse, un communiqué est diffusé dans les meilleurs délais ».

[281] Cf. §§ 42 ss., pp. 129-131 des présents travaux.

[282] Art. 223-3, al. 1er, RG AMF et art. 114, al. 4, TUF.

commerciaux et bancaires de ces dernières, et notamment de ses créanciers, de ses actionnaires, de ses fournisseurs, de ses salariés, etc. Pour ces personnes spécifiques, les émetteurs cherchent à élaborer une stratégie de communication financière adéquate, afin de les aviser et de les rassurer sur l'état de leurs finances et de les convaincre du bien-fondé des projets en cours de préparation ou de négociation. D'ailleurs, l'ajustement du contenu et de la quantité d'information en fonction de la qualité de ceux qui la reçoivent est même une nécessité, car ils ne portent pas tous une attention et un intérêt identiques à l'ensemble des données concernant l'émetteur et ses instruments financiers. Pierre CLERMONTEL a mis en évidence cet impératif en expliquant que le degré de communication souhaité change d'une catégorie d'individus à une autre : « En effet, on sait que la nature et le niveau d'information attendus varient sensiblement selon plusieurs facteurs, parmi lesquels, le secteur d'activité concerné, la taille de la société, la catégorie d'investisseurs ou le niveau de participation détenue dans le capital. On verra que le principe d'égalité d'information coexiste, de façon plus ou moins bien équilibrée, avec une tendance à formater une « information sur mesure » selon chaque type de destinataires »[283]. Cependant, si les précisions transmises oscillent d'un type d'individus à un autre, chacun des membres d'une même catégorie reçoit une information identique. Seront donc successivement analysées les situations des actionnaires (A), des créanciers (B), des salariés et institutions représentatives du personnel (C) et des autorités de surveillance des marchés (D).

A- L'information spécifique communiquée aux actionnaires

52. Les enjeux de la communication adressée aux actionnaires : Les actionnaires représentent une catégorie singulière de destinataires de l'information financière ; ils ont un intérêt considérable à connaître la situation économique et financière de l'émetteur puisqu'ils possèdent une fraction de leur capital, par le biais des titres financiers qu'ils détiennent. Ainsi, ils sont demandeurs de données concernant l'évolution financière et commerciale de la société[284]. Cependant, s'il est important pour

[283] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 34.

[284] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 493.

les actionnaires de recevoir l'information financière, il est tout aussi primordial pour les émetteurs de la transmettre.

D'une part, pour les sociétés cotées, communiquer aux actionnaires permet de les fidéliser et de leur montrer que l'entreprise dans laquelle ils ont décidé d'investir est soumise à une gestion responsable et transparente. S'adresser aux détenteurs de leur capital est d'autant plus important pour les émetteurs, que les actionnaires individuels sont en pratique plus fiables que les investisseurs institutionnels, en ce sens qu'ils conservent plus facilement leurs titres financiers en cas de difficultés[285]. Au contraire, l'information spécifique des actionnaires peut également constituer une protection à l'égard de ces derniers, lorsque le nombre d'actions possédées est minime. Dans ce cas, la transparence a pour finalité de responsabiliser les dirigeants, en les contraignant à rendre compte de leur gestion et de leurs différentes stratégies commerciales et financières. C'est ce que mettent en avant Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE lorsqu'ils expliquent que « La vision juridique change également de perspectives : elle intègre explicitement désormais la protection des actionnaires à travers des obligations accrues en matière d'information et de transparence, et en matière de gouvernance des grandes entreprises cotées. Cette évolution prend racine dans le développement de l'entreprise managériale, c'est-à-dire dirigée par des managers non propriétaires, qui, combiné à une atomisation de l'actionnariat, pose des problèmes d'objectifs et de contrôle. En effet, les dirigeants n'ont pas nécessairement les mêmes objectifs que les propriétaires, et, face à un actionnariat dilué, ils sont dotés d'un pouvoir et d'une liberté d'action considérables. Les mécanismes de gouvernance visent à organiser un droit de regard et de contrôle des actionnaires sur les dirigeants »[286]. Tommaso DE VITIS partage également cette vision : « [l'information relative aux sociétés] revêt d'une part une connotation traditionnelle, marquée avant tout par un caractère comptable, de répresentation de la chronologie de l'évolution économico-financière de l'entreprise, afin de permettre spécifiquement la vérification a posteriori de la légitimité de l'action des administrateurs en matière de gestion, par

[285] V. en ce sens Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 93.

[286] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 22.

le biais d'une représentation exacte de la gestion elle-même au sein de la documentation comptable »[287].

Là encore, les obligations instituées en matière de communication financière permettent d'atténuer les disparités existant entre les dirigeants, et une catégorie d'individus plus faibles, ici les actionnaires, et en particulier minoritaires. Il est donc possible de retrouver le même schéma de protection que celui qui existe pour l'ensemble des investisseurs, face aux conditions avantageuses dans lesquelles se trouvent les dirigeants en possession d'informations privilégiées. Seulement, alors que dans ce dernier cas, l'information financière est destinée à assurer l'équité dans les conditions d'investissement par la diffusion au plus vite de renseignements détenus par un cercle restreint de personnes, l'information délivrée spécifiquement aux actionnaires leur permet de suivre l'évolution de la politique commerciale et de la stratégie financière des sociétés dont ils détiennent le capital. Cette communication est d'ailleurs souvent réalisée par le biais de la lettre aux actionnaires, rédigée dans un style direct et de manière pédagogique[288].

53. Le recul de la place des actionnaires : Toutefois, la quantité et le contenu de l'information financière adressée aux actionnaires a perdu de sa spécificité avec la multiplication des obligations à charge des émetteurs et de leurs dirigeants, dans le but de renforcer la confiance des investisseurs et la transparence du fonctionnement des marchés boursiers. Pierre CLERMONTEL constate que « […] finalement, le plus curieux est qu'il n'est jamais question de l'actionnaire. Cette notion a sombré avec l'avènement du marché souverain où la société est devenue un émetteur, l'action un instrument financier et l'actionnaire un investisseur. La dimension contractuelle de la société semble s'être définitivement diluée dans cet univers de relations

---

[287] Texte original : « *[l'informazione societaria] assume da una parte una connotazione tradizionale, più che altro a carattere contabile, di rappresentazione storica dell'andamento economico-finanziario della azienda, sotto il particolare profilo di consentire la verifica a posteriori della legittimità dell'operato degli amministratori nella gestione, per il tramite della rappresentazione veritiera della gestione stessa nella documentazione contabile* », Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, pp. 620-621 ; dans le même sens, Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 31.

[288] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 104-105.

intermédiées et anonymes où se sont noyés l'actionnaire et l'*affectio sociÉtatis* »[289]. Cet état de fait est la conséquence la prévalence de l'objectif du développement du marché unique visé par les autorités européennes sur les intérêts individuels des investisseurs pris en tant que tels. Il a été démontré précédemment[290] comment la transparence financière vise avant tout à assurer une information analogue, tant dans sa qualité que dans sa quantité, pour tous les opérateurs, afin de réduire les asymétries informationnelles et de donner la possibilité à chacun d'entre eux de réaliser des transactions en toute connaissance de cause.

De ce fait, les actionnaires obtiennent une information similaire à celle reçue par l'ensemble des investisseurs, en particulier les données financières et comptables relatives aux résultats de l'entreprise diffusés annuellement, semestriellement et trimestriellement. De même, il est imposé aux émetteurs de diffuser tous les faits, évènements ou opérations susceptibles d'avoir un impact significatif sur le cours des instruments financiers concernés. Cependant, les sociétés cotées vont plus loin dans la communication adressée à ceux qui détiennent leur capital, en fournissant des données relatives à la gouvernance et à la responsabilité sociale de l'entreprise, à la politique commerciale et aux stratégies financières[291]. Elles doivent d'ailleurs être encore plus convaincantes en cas de volonté d'augmenter leur capital par le biais d'émission de nouvelles actions, afin que leurs actionnaires acquièrent de nouveaux titres.

B- Les renseignements particuliers fournis aux créanciers de l'émetteur

54. Les données économiques et budgétaires destinées aux créanciers : Les créanciers des sociétés cotées, comme les actionnaires, disposent de raisons légitimes d'avoir connaissance des informations qui ont trait à sa situation économique et financière. Ces créanciers sont variés et nombreux : il peut s'agir des banques qui ont consenti des prêts, des obligataires, des organismes sociaux ainsi que le Trésor public,

---

[289] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 35.

[290] Cf. §§ 42 ss., pp. 129-131 des présents travaux.

[291] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 12-13.

mais aussi des clients, des fournisseurs et, avant tout autre personne, des salariés dont la situation sera examinée dans le paragraphre suivant[292].

Par conséquent, les données qui intéressent davantage les créanciers possèdent principalement un caractère financier et économique. Ils s'attachent donc à l'information diffusée chaque trimestre, semestre ou fin d'année relativement aux résultats et aux comptes de l'entreprise. Ils prêtent une particulière attention au chiffre d'affaires et au résultat de l'émetteur, aux composantes de son actif et de son passif, à son niveau d'endettement, à sa capacité d'autofinancement, etc. Les sociétés cotées ont également intérêt à leur faire part des nouveaux contrats ou marchés qu'elles obtiennent et des opérations financières qu'elles mettent en œuvre. Comme l'indiquent Pierre AMADIEU et Véronique BESSIERE, « Le rôle de la comptabilité est alors d'informer les créanciers des risques qu'ils encourent et cet objectif l'emporte sur celui de décrire le fonctionnement de l'entreprise »[293]. Ceux-ci veulent s'assurer de la pérennité des activités de l'entreprise et du fait qu'ils peuvent recouvrer leurs créances à tout moment. Parmi les créanciers, les principaux concernés sont les salariés.

C- Les salariés et institutions représentatives du personnel, une catégorie récente de destinataires de l'information financière

55. La communication croissante aux salariés et aux institutions représentatives du personnel de l'émetteur : L'information financière délivrée au salarié s'est amplifiée au cours de ces trente dernières années, notamment suite au développement d'Internet et au recours à l'actionnariat salarié selon les justifications de ce phénomène données par Jean-Yves LEGER[294]. Celui-ci indique, concernant le second point, que « L'actionnariat salarié semble donc être une tendance liée à la loi, mais surtout à l'évolution des relations sociales dans l'entreprise, à la volonté d'attirer et/ou de retenir les salariés dans l'entreprise par une valorisation du capital humain autre que salariale, grâce au développement de la rémunération globale ». Ce type d'actionnariat implique donc une information claire à destination des salariés, afin de les

[292] Cf. § 55, pp. 144-146 des présents travaux.

[293] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, pp. 20-21.

[294] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 102 ss.

convaincre de s'impliquer davantage dans leur entreprise jusqu'à y investir en acquérant des parts de capital.

D'autre part, les émetteurs ont intérêt à aviser les salariés de tout fait susceptible d'influencer de façon significative leur activité, puisqu'avec la diffusion d'informations nombreuses et diverses par le biais de sites web, il ne serait pas opportun pour ces derniers d'apprendre des nouvelles délicates par une autre source que les dirigeants. Les prévenir de toute nouvelle importante, qui pourrait aussi affecter le cours des instruments financiers, contribue également à éclairer les salariés sur l'évolution de la société qui les emploie et ainsi, les inciter à se « donner » à la fois humainement et financièrement le cas échéant. Par ailleurs, les salariés semblent mieux protégés face aux changements qui affectent leur entreprise : du fait que les émetteurs sont obligés de communiquer tout fait important à l'égard des investisseurs, une quantité pharamineuse de données est déjà diffusée sur Internet, et donc accessible y compris aux employés, même si leur fiabilité n'est pas toujours garantie[295]. Les dirigeants doivent ainsi s'assurer de leur fournir des nouvelles identiques, ce qui réduit pour eux la possibilité de cacher ou d'altérer la réalité. Par conséquent, les salariés sont davantage préservés des diffusions d'informations fausses ou trompeuses, puisque la communication à l'égard de l'ensemble du marché doit être cohérente avec celle qui leur est adressée.

De même, il paraît évident que les institutions représentatives du personnel puissent aussi bénéficier d'une information particulière, au vu de leur rôle de défense des intérêts des salariés. Elles deviennent les interlocuteurs privilégiés des émetteurs notamment lorsqu'ils rencontrent des difficultés financières et/ou commerciales, que certaines activités sont en péril et que des emplois sont menacés. Il est facile d'imaginer, dans ces hypothèses, que de telles complications au sein des sociétés cotées influencent aussi le

---

[295] Cf. sur ce point Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET qui déplorent que « Corrélativement, la multiplication de ces sources d'informations accessibles sur Internet et la difficulté parfois à estimer la fiabilité et la compétence des personnes qui en sont à l'origine accentuent le risque et l'impact d'éventuelles distorsions d'information et diffusion de rumeurs. Alors qu'autrefois ces rumeurs et autres distinctions étaient circonscrites aux milieux spécialisés, elle se propage aujourd'hui de manière quasi instantanée jusqu'aux investisseurs particuliers qui sont protégés contre ces phénomènes », *in Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 21.

De même, le considérant 25 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les abus de marché énonce que « ***Les moyens modernes de communication*** *permettent aux professionnels des marchés financiers et aux investiseurs privés de bénéficier d'une plus grande égalité dansl'accès aux informations financières, mais* ***augmentent aussi le risque de diffusion d'informations fausses ou trompeuses*** » (mis en gras par nous).

cours de leurs instruments financiers et que par conséquent, les dirigeants devront également communiquer sur ce point à destination des investisseurs.
Ainsi, il est possible de relever qu'en ce qui concerne l'information destinée aux salariés, la communication financière possède un intérêt tant pour les émetteurs que pour les employés : d'une part, elle permet aux premiers de maintenir le personnel dans l'entreprise et de convaincre ses membres d'investir dans cette dernière par le biais de l'actionnariat salarié ; d'autre part, elle protège les salariés des dirigeants qui voudraient taire les nouvelles les plus importantes relatives à la société. Il s'agit donc d'une relation d'interdépendance entre les émetteurs et leurs employés, à l'image de ce qui se produit avec les actionnaires qui souhaitent investir dans des instruments financiers qui correspondent à leurs attentes, et dont les sociétés ont besoin pour obtenir de nouveaux financements. C'est pourquoi les salariés et les actionnaires reçoivent une information spécifique, comme les autorités de surveillance des marchés.

D- Le caractère fondamental de l'information délivrée aux autorités administratives de surveillance des marchés

56. La finalité de l'information financière adressée aux autorités de surveillance des marchés : Les autorités administratives de régulation des marchés, c'est-à-dire l'Autorité des marchés financiers en France et la Consob en Italie, constituent elles aussi des destinataires privilégiés de l'information financière. La nécessité pour elles de recevoir fréquemment une telle information est liée aux fonctions qu'elles assurent. L'autorité française, selon les prévisions de l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier, « *veille également* ***à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers et d'actifs*** *mentionnés au II de l'article L. 421-1* »[296]. Il en est de même pour la Consob, pour laquelle l'article 5, 3) du texte unique en matière d'intermédiation financière précise qu'« *afin de poursuivre les objectifs énoncés à l'alinéa 1er, la Consob est compétente en matière de transparence et de correction des comportements* »[297].

[296] Mis en gras par nous.
[297] Texte original : « *Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti* » (art. 5, al. 3, TUF).

Par conséquent, afin de réaliser au mieux leur mission, ces autorités doivent pouvoir disposer de toute l'information délivrée aux investisseurs, en recevant elles-mêmes les renseignements concernés sans avoir à les chercher au cœur de la masse de données diffusées chaque jour[298]. Elles doivent donc voir leur tâche facilitée en obtenant directement les informations communiquées simultanément ou ultérieurement au public. Fausto GIUNTA a présenté ce double aspect de l'information financière et le lien existant entre transparence à l'égard des investisseurs et mission de contrôle des autorités administratives : il décrit comment « l'expression « transparence sociale » fait référence à la correction de l'information délivrée par les sociétés, laquelle devient aujourd'hui un bien juridique fonctionnel à la protection des intérêts patrimoniaux [biens juridiques] finaux »[299], tout en ajoutant que « cependant, dans une acception plus large, le concept de transparence se prête aussi à évoquer, en même temps, un autre intérêt, lui aussi fonctionnel, mais destiné cette fois-ci à permettre, principalement, l'effectivité des pouvoirs de contrôle et des fonctions de surveillance, exercés soit au sein-même de la société, soit par des personnes extérieures »[300]. L'Autorité des marchés financiers et la Consob peuvent donc vérifier que les informations diffusées au public sont exactes, complètes et compréhensibles, et qu'il n'y a pas de distorsion entre celles qu'elles ont reçues et celles qui ont été communiquées aux investisseurs.

57. Les informations fournies aux autorités de surveillance des marchés : Les autorités de surveillance des marchés veillent à l'épargne investie dans les marchés financiers et au bon fonctionnement de ces marchés. Dans ce cadre, elles ont connaissance du prospectus d'information élaboré par la société qui procède à une offre de titres au public ou qui en demande l'admission aux négociations sur un marché

---

[298] V. en ce sens Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, pp. 58-59.

[299] Texte original : « ***con l'espressione « trasparenza societaria » si fa riferimento alla correttezza dell'informazione societaria, la quale assurge, oggi, a bene giuridico strumentale rispetto alla tutela di interessi patrimoniali finali*** », Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia,* vol. I, *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, p. 318.

[300] Texte original : « *In un'accezione allargata, però, il concetto di trasparenza si presta a esprimere, al contempo, un altro interesse, anch'esso strumentale, ma orientato questa volta a consentire in modo precipuo l'effettività dei poteri di controllo e delle funzioni di vigilanza, esercitati ora dall'interno della società, ora dall'esterno* », *ibid*.

règlementé[301] : elles sont compétentes pour vérifier l'exactitude et la qualité des indications fournies dans ce document formulé à destination des futurs actionnaires, et pour s'assurer que l'aspect publicitaire ne risque pas d'entraîner d'éventuelles confusions dans leur esprit et de les induire en erreur[302]. Ces contrôles opérés par l'Autorité des marchés financiers et la Consob sont incontestablement destinés à limiter la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, notamment dans l'hypothèse où les dirigeants formuleraient des prévisions exagérément optimisites, ou encore fondées sur des hypothèses encore incertaines.

En deuxième lieu, les autorités de surveillance des marchés reçoivent les informations privilégiées que les émetteurs doivent diffuser « *dès que possible* »[303]. C'est ce que laisse entendre l'article 114, alinéa 6 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien qui dispose que « *lorsque les émetteurs, les sujets qu'ils contrôlent et les émetteurs cotés qui ont l'Italie comme État membre d'origine opposent, par le biais d'une réclamation motivée, le fait qu'un dommage grave à leur égard puisse découler de la communication au public des informations [privilégiées], […], les obligations de communication sont suspendues. La Consob, dans un délai de sept jours, peut exclure de façon partielle ou temporaire la communication des informations, pourvu que cela ne puisse pas induire le public en erreur sur des faits et des circonstances essentiels* »[304]. Cette disposition démontre que la finalité première de la Consob est de favoriser la diffusion des informations privilégiées, qui correspondent à « des faits qui n'appartiennent pas encore au domaine public, pouvant influencer sensiblement le cours des instruments financiers »[305] qu'ils concernent. Elle assure cette fonction tout en

[301] Art. 212-1, RG AMF et 94, TUF.

[302] Art. 212-7 et ss., RG AMF pour le contenu du prospectus et 94-*bis*, TUF.

[303] Art. 17 du règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[304] Texte original : « *Qualora gli emittenti, i soggetti che li controllano e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine oppongano, con reclamo motivato, che dalla comunicazione al pubblico delle informazioni [privilegiate], […], possa derivare loro grave danno, gli obblighi di comunicazione sono sospesi. La Consob, entro sette giorni, può escludere anche parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali* » (art. 114, al. 6, TUF).

[305] Texte original : « ***dei fatti non ancora di dominio pubblico, idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari*** », *in* Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della*

préservant les intérêts des émetteurs qu'elle concilie avec l'exacte information du public, évitant ainsi que se répandent des renseignements erronés ou trompeurs. Dans le même sens, l'article 221-5 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise « *l'émetteur dépose l'information règlementée auprès de l'AMF sous format électronique dans les conditions fixées par l'instruction de l'AMF* ». Or d'après l'article 221-1 de ce texte, l'information règlementée comprend entre autres l'information comptable et financière diffusée périodiquement[306] et les informations privilégiées[307]. Le texte unique en matière d'intermédiation financière italien possède une disposition identique qui prévoit que « *les informations règlementées sont déposées auprès de la Consob* »[308].

En troisième et dernier lieu, l'autorité française se voit communiquer d'autres informations, toujours en vertu de l'article 221-5 de son propre règlement, telles que les prises de participation significatives, qui sont caractérisées dès lors qu'une personne physique ou morale vient à détenir une fraction de capital allant au-delà de quelques seuils déterminés mentionnés à l'article L. 233-7, I du Code de commerce français[309]. Ces mêmes personnes doivent aussi lui indiquer, « *à l'occasion des franchissements de seuil du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote* », les intentions qu'elles comptent poursuivre dans les six mois de cette opération[310]. Elles doivent agir pareillement en cas de changement d'intention[311]. L'article 223-17 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise le contenu de la déclaration à diffuser au public et à adresser simultanément à ladite autorité. La Consob reçoit également ce type d'informations[312] dès lors que sont dépassés les seuils visés à l'article 117 du règlement « Émetteurs » n° 11971 du 14 mai 1999[313], et en particulier lorsqu'une personne détient plus de 2% du capital de l'émetteur[314]. Ainsi les autorités de surveillance des marchés disposent, elles

---

intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 625.

[306] Art. 221-1, *a*) à *c*), RG AMF.

[307] Art. 221-1, *i*), RG AMF.

[308] Texte original : « *Le informazioni regolamentate sono depositate presso la Consob* » (art. 113, al. 2, TUF).

[309] Art. L. 451-2, II par renvoi à l'art. L. 451-I, C. mon. fin.

[310] Art. L. 233, VII, al. 1er et 3, C. mon. fin.

[311] Art. L. 233, VII, al. 4, C. mon. fin. L'article 223-7 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers reprend cette obligation.

[312] Art. 46, TUF.

[313] Art. 117, al. 1er, *b*), Règlement « Émetteurs ».

[314] Artt 117, al. 1er, *a*), Règlement « Émetteurs » et 120, al. 2, TUF.

aussi, d'un intérêt propre à avoir connaissance de certaines informations. Cependant, les renseignements qu'elles reçoivent sont identiques à ceux fournis aux actionnaires, et de façon plus générale, à l'ensemble des investisseurs.

58. Conclusion relative à la transparence des marchés financiers : La transparence remplit donc un double objectif : elle permet d'une part de prévenir les abus de marché, et elle contribue d'autre part à l'équité dans les conditions d'investissement, en assurant une quantité et une qualité d'information similaire pour tout le public, tout en renforçant la protection de certaines catégories spécifiques d'opérateurs.
Cependant, il arrive parfois, qu'il soit nécessaire de rompre cette équité afin de donner aux émetteurs la possibilité de s'assurer de la bonne compréhension de l'information qu'ils délivrent au marché, notamment par l'intermédiaire des analystes financiers, mais également pour renforcer la communication auprès des destinataires qui entretiennent des liens étroits avec l'émetteur ou qui contribuent à son activité.
La transparence ne repose donc pas sur une égalité parfaite de traitement des investisseurs. De plus, cette qualité du fonctionnement des marchés qui peut être obtenue par le biais de l'information financière ne constitue pas la seule finalité visée par les autorités nationales et européennes, qui ont créé la majeure partie des obligations existant en la matière. Cette dernière poursuit aussi des objectifs autres que juridiques.

Section 2. L'efficacité des marchés financiers comme objectif économique de l'information financière

59. L'évaluation de l'émetteur au moyen de l'information financière : Il a été rappelé en introduction[315] que les marchés financiers assurent deux rôles principaux au sein de l'économie : d'une part, ils permettent aux entreprises de former leur capital par le biais des titres financiers que les investisseurs acquièrent et d'autre part, ils constituent une forme d'épargne liquide. Si les autorités souhaitent que les plateformes d'échange fonctionnent de façon régulière et continue, les investisseurs doivent pouvoir avoir confiance en leur bonne marche. Pour cela, il ne suffit pas que les opérateurs aient conscience qu'ils sont traités de la façon la plus équitable qui soit ; il faut également

[315] Cf. § 27, pp. 102-106 des présents travaux.

qu'ils puissent apprécier la valeur de l'entreprise ou de l'instrument financier dans laquelle ils placent leur argent. C'est en cela que l'information financière a également une fonction économique : la diffusion des données comptables, financières et patrimoniales, la publication des résultats donnent la possibilité au public d'évaluer la performance de l'émetteur et la gestion mise en œuvre par ses dirigeants. Ainsi, l'information convainc les investisseurs qu'ils peuvent se fier à une société cotée donnée, ou au contraire, que la rentabilité de cette dernière est discutable. En tout état de cause, l'émetteur qui veut attirer de nouveaux actionnaires et fidéliser ceux qui participent déjà à son capital doit également les « appâter ». C'est pourquoi la communication financière prend parfois aussi des allures de techniques de commercialisation, sans pour autant se confondre avec les publicités ou les offres promotionnelles. Il est incontestable que la séduction constitue une fonction propre à la publicité commerciale centrée sur les biens ou services que l'entreprise souhaite voir acquérir ; ainsi, les émetteurs sont dans ce cas autorisés à « louer » les instruments financiers qu'ils proposent au public et à exagérer quelque peu certaines qualités, dans la limite de la pratique commerciale trompeuse. Néanmoins, une telle forme de communication doit être distinguée de la publicité institutionnelle, « c'est-à-dire celle qui magnifie l'entreprise et ses produits »[316], celle qui promeut l'image et la notoriété de la société. Cette dernière, comme l'information financière *stricto sensu* ne peut conduire à l'exagération, à l'altération de la réalité, mais doit au contraire respecter une présentation neutre, sous peine d'entraîner la commission d'un délit ou d'un manquement à la bonne information du public, du fait du caractère inexact ou trompeur du message[317]. Par conséquent, en matière d'information financière, la mise en valeur des produits présentés au public sera réalisée au travers des supports utilisés pour diffuser des renseignements exacts et sincères, grâce à une présentation originale de ces données par le biais de l'utilisation, par exemple, d'une typographie appropriée. En aucun cas, la société ne doit engendrer une confusion dans

---

[316] Gilberto GABRIELLI, reprenant une partie des écrits de Minervini explique sur ce point que « Au contraire, comme l'a relevé un auteur averti, 'au moment de la sollicitation, est implicitement admise la publicité institutionnelle, c'est-à-dire celle qui magnifie l'entreprise et ses produits' » ; texte original : « *Per converso, come rilevato da un autorevole commentatore, risulta 'implicitamente ammessa, nell'imminenza della sollecitazione, la pubblicità istituzionale, quella cioè che magnifica l'impresa e i suoi prodotti'* », citation tirée de MINERVINI, « Un decalogo per rendere più trasparenti le Opv », *Il Sole 24 Ore* 18 genn. 2000 reprise dans Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 54.

[317] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 91.

l'esprit des investisseurs ; de ce fait, elle ne peut mêler des renseignements objectifs avec des arguments publicitaires[318].

L'information financière remplit donc également deux autres fonctions : la première pourrait être qualifiée d'économique et correspondrait au reflet de la valeur de l'émetteur (Paragraphe 1) et la seconde pourrait être considérée comme une fonction « marketing » qui permettrait à l'émetteur de plaire aux investisseurs actuels ou potentiels (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. La fonction économique de l'information financière

« Lorsqu'elle est sincère, claire et précise, la communication financière permet de produire une information pertinente qui conditionne les anticipations des investisseurs et influence la valorisation boursière des titres. »[319]

60. La détermination de la valeur de l'entreprise : L'information financière possède une fonction économique incontestable en ce qu'elle donne la possibilité aux opérateurs économiques et financiers de se représenter la valeur de l'entreprise. C'est pourquoi, les émetteurs ont tout intérêt à diffuser un maximum de données reflétant l'évolution de leur activité. Selon Pierre CLERMONTEL, « Les états financiers d'une société doivent permettre aux investisseurs d'avoir une vision de son patrimoine et de ses perspectives »[320]. De son côté, Gilberto GABRIELLI explique que « L'information

---

[318] Sur ce point, l'article 223-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *L'émetteur s'abstient de combiner, d'une manière susceptible d'induire le public en erreur, la fourniture d'informations privilégiées et les éléments publicitaires ou commerciaux relatifs à ses activités* » ; dans le même sens, l'article 41 du règlement « Émetteurs » italien prévoit que « *Chaque message diffusé sous quelque forme que ce soit ayant un caractère promotionnel* [...] *doit être identifiable comme tel* » (texte original : « *Ogni messaggio in qualsiasi forma diffuso avente carattere promozionale* [...] *deve essere riconoscibile come tale* »).

[319] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 2.

[320] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 165 ; v. dans le même sens, Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, pp. 620-621.

constitue un élément essentiel pour le bon fonctionnement des marchés financiers, en ce sens que c'est justement sur la base des informations disponibles que les investisseurs peuvent évaluer les caractéristiques des produits qui y sont négociés et de leurs émetteurs, en appréciant leurs qualités et les risques [y afférant] »[321]. L'information comptable périodique annuelle remplit particulièrement bien cette fonction au vu de l'ensemble des renseignements qu'elle fournit. C'est le cas notamment du compte de résultat qui indique les charges et les produits de l'émetteur, et surtout du bilan qui dresse un état de l'actif et du passif de la société. De même, les informations intermédiaires trimestrielles et semestrielles sont très souvent utilisées, par la direction financière de l'émetteur pour élaborer des prévisions s'adressant aux dirigeants et destinées à faire ajuster la politique de gestion de l'entreprise[322]. Ces mêmes indications servent aux analystes qui formulent eux aussi des prévisions et estimations et diffusent des recommandations d'investissement.

Les indicateurs financiers sont également de bons éléments qui permettent d'apprécier « l'état de santé » et la rentabilité de l'entreprise. Il est possible de citer à titre d'exemple le chiffre d'affaires qui correspond à la somme des ventes de marchandises, des produits fabriqués, des prestations de services et des produits des activités annexes, mais qui à lui seul n'est pas significatif pour procéder à une telle évaluation. La grandeur de la valeur ajoutée est une information plus pertinente, puisqu'elle estime le poids économique de l'entreprise et sa croissance en déterminant la richesse produite par elle. Elle correspond à la somme de la marge commerciale, de la production vendue et de la production stockée, auxquelles sont ôtés la production immobilisée et les consommations intermédiaires, c'est-à-dire « la valeur des biens ou services transformés ou intégralement consommés au cours du processus de production »[323]. Il en est de même de l'excédent brut d'exploitation qui « mesure la performance économique de l'entreprise et indique la rentabilité de son activité,

---

[321] Texte original : « *L'informazione costituisce un elemento essenziale del buon funzionamento del mercato finanziario, in quanto è appunto sulla base delle informazioni disponibili che gli investitori possono valutare le caratteristiche dei prodotti ivi negoziati e dei rispettivi emittenti, apprezzandone le qualità e i rischi* », Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 23.

[322] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 10.

[323] Définition donnée par l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE), disponible sur http://www.insee.fr/fr/methodes/default.asp?page=definitions/consommation-intermediaire.htm, consulté le 25 juin 2015.

indépendamment de la politique d'amortissement, du coût de l'endettement et du mode d'imposition »[324]. Il correspond à la somme de la valeur ajoutée et des subventions d'exploitation, auxquels sont soustraits les impôts, taxes et versements assimilés et les charges de personnel. Si l'excédent brut d'exploitation est négatif, il traduit une rentabilité insuffisante. Enfin, la capacité d'autofinancement est également une donnée intéressante car elle « représente les ressources internes générées par l'activité de l'entreprise pour un exercice. Elle mesure la capacité de développement, le degré d'indépendance financière et le potentiel d'endettement de l'entreprise »[325]. Tous ces indicateurs contribuent à évaluer la performance de l'émetteur, car ils donnent une idée précise de son aptitude à dégager de la richesse et à affronter les difficultés à venir éventuelles. Cette vision de la société permet aux investisseurs d'apprécier la valeur des titres qu'elle diffuse, comme le confirme Tommaso DE VITIS[326].

61. L'appréciation de la valeur des instruments financiers : Valeur de l'entreprise et valeur des instruments financiers sont deux notions différentes, mais qui restent étroitement liées entre elles. Comme cela a été dit, la première fait référence à « la capacité de l'entreprise à créer de la richesse et à maîtriser les risques auxquels elle est confrontée »[327]. Elle est donc directement en lien avec la politique de gestion de l'entreprise, qu'il s'agisse des orientations budgétaires ou en matière de stratégie commerciale et financière, ou encore des politiques d'investissement mises en œuvre par les dirigeants. Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE ajoutent relativement à cette notion que « La valeur d'une entreprise reflète sa capacité à entreprendre des investissements judicieux et à les financer par une combinaison appropriée de

---

[324] Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, *L'essentiel de l'analyse financière*, éd. Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 9° éd., 2011, p. 57.

[325] Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, *op. cit.*, p. 71.

[326] L'auteur affirme que « Les informations mentionnées ci-dessus […] constituent déjà actuellement un flux continu d'information, ayant les caractéristiques d'un dispositif global et finalisé à garantir une information susceptible – comme cela a déjà été dit – de permettre l'appréciation de la valeur du titre par le marché » ; texte original : « *Le suddette informazioni […] costituiscono già oggi un flusso continuo, avente connotati di organicità e teso teleologicamente a conseguire il risultato di assicurare un'informazione idonea – come detto – a consentire l'apprezzamento del valore del titolo da parte del mercato* », *in* Tommaso DE VITIS, *op. cit*, p. 618.

[327] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 14.

capitaux propres et de dettes financières »[328]. Au contraire, la valeur d'un instrument financier correspond au cours auquel celui-ci est échangé[329]. Par ailleurs, les économistes adoptent une autre conception de la valeur du titre financier, fondée sur le modèle de la « valeur fondamentale » et qui représente « la somme actualisée des revenus futurs anticipés »[330].

En principe, la valeur de l'entreprise dont l'évaluation est portée à la connaissance du public par le biais de l'information financière devrait se refléter sur la valeur des instruments financiers (A). Cependant, de multiples facteurs liés notamment aux comportements des investisseurs viennent biaiser l'image retranscrite sur le cours des instruments financiers (B).

A- La théorie de l'efficience informationnelle

62. La signification de la théorie de l'efficience informationnelle : Cette théorie a été développée par les économistes. Schématiquement, elle signifie que le cours des instruments financiers devrait intégrer à chaque moment l'ensemble de l'information accessible au marché, et refléter ainsi la valeur de l'entreprise évaluée à l'aune de ces renseignements. Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE attribuent un sens similaire à ce principe : « L'efficience informationnelle des marchés financiers signifie que le cours observé reflète à tout instant toute l'information disponible. En pratique, cela implique que l'analyse des sources de création de valeur, des perspectives de croissance, des forces et risques qui caractérisent un secteur ou une entreprise, est prise en compte dans le cours, tout au moins ce qui peut l'être en raison de l'information disponible à un moment donné, en particulier par la fonction assurée

---

[328] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *ibid*.

[329] Le dictionnaire en ligne Larousse (http://www.larousse.fr, consulté le 25 juin 2015) explique que la valeur peut s'entendre de « Ce que vaut un objet suspectible d'être échangé, vendu, et, en particulier, son prix en argent ».

V. également en ce sens la définition issue de l'ouvrage Claude-Danièle ÉCHAUDEMAISON et autres, *Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales*, Nathan, 6° éd., 2005, V° « Valeur d'échange », p. 507 : « Taux auquel une marchandise s'échange contre une autre marchandise. Synonyme de prix relatif ».

[330] Robert COBBAUT, « Pour tenter de conclure : à la croisée des chemins » (dossier sur l'efficience informationnelle), *Reflets et perspectives de la vie économique* 2004, n° 2, t. XLIII, pp. 57-70.

par les analystes financiers »[331]. En application de cette théorie, l'information financière devrait donc aboutir à une évaluation juste de la performance de l'entreprise et de la valeur des instruments financiers qu'elle diffuse.

63. L'influence de l'asymétrie informationnelle sur l'efficience : La définition de la théorie de l'efficience informationnelle indique que le cours des instruments financiers devrait être le résultat de l'ensemble des données utiles à la détermination de la valeur de l'entreprise et accessibles au public. Or, pour qu'ils puissent pertinemment évaluer l'émetteur, et que la valeur des instruments financiers soit l'exact reflet de cette évaluation, tous les investisseurs devraient avoir accès aux mêmes informations ; dans le cas contraire, c'est-à-dire dans les hypothèses où tous les renseignements ne sont pas disponibles de la même façon pour l'ensemble des opérateurs, chaque représentation de la performance des sociétés différera en fonction des individus et de la quantité d'informations qu'ils détiennent. Par conséquent, les instruments financiers verront leur cours établi suite à la confrontation des différentes estimations. Autrement dit, l'efficience informationnelle n'est optimale qu'en cas d'égalité parfaite des investisseurs face aux données disponibles, comme l'explique Aktas NIHAT : « La proposition théorique qui vient d'être énoncée est elle-même fondée sur l'hypothèse dite d'absence d'« asymétrie d'information » : toute l'information pertinente pour l'évaluation des titres est disponible – en principe, gratuitement – pour tous les opérateurs du marché. Ce qui, d'aujourd'hui à demain, induira un changement de prix est la survenance d'une information nouvelle, c'est-à-dire la divulgation d'un fait dont personne n'avait encore connaissance au moment où s'est formé le prix d'aujourd'hui »[332].

64. Les différentes formes de valeur de l'entreprise intégrées dans le cours des instruments financiers : Chacun des renseignements dont le public a connaissance permet d'établir le cours des instruments financiers. Il a été dit que ces informations pouvaient concerner des faits ou événements multiples et variés, tels qu'un projet de fusion, la préparation d'une opération financière, la publication des résultats annuels, le

---

[331] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 35.

[332] Aktas NIHAT, « La « finance comportementale » : un état des lieux », *Reflets et perspectives de la vie économique* mai-août 2004, n° 2004/2, t. XLIII, pp. 20-21.

changement de contrôle d'une société, la découverte d'une technologie sur le point d'être brevetée, etc. C'est pourquoi il n'y a pas qu'un seul type de valeur qui puisse être reflété sur le cours des instruments financiers : en effet, les données purement comptables et budgétaires fournissent la valeur financière de l'entreprise, alors que toutes les indications qui ont trait à la personne des dirigeants, à leur charisme, au savoir-faire de l'entreprise contribuent à la notoriété et au crédit de la société, lesquels forment la valeur image. Jean-Yves LEGER partage cette conception de la valeur de l'entreprise et de la réalité de l'intégration dans le cours des instruments financiers de ses deux composantes, puisqu'il considère que « L'action est un reflet de la situation financière de l'entreprise. Mais sa valorisation est aussi la traduction de la perception de l'entreprise. Au-delà de la valeur purement économique, il existe également une valeur immatérielle. C'est cet ensemble objectif (la valeur financière) et subjectif (la valeur image) qui fait que les actionnaires et les investisseurs ont envie d'acheter ou de garder leurs titres de capital »[333]. Gilberto GABRIELLI a également mis en lumière l'importance de la perception que se font les opérateurs économiques des émetteurs : il considère que le consentement de ces derniers à contribuer à la réussite de l'entreprise « requiert un niveau élevé de transparence et de clarté dans l'explication des finalités et des stratégies de l'entreprise, en ce sens que la communication ne doit pas seulement s'entendre d'un moyen [utile] pour être visible, mais au contraire, elle doit tendre à obtenir une crédibilité en matière de stratégie et de revenus, de la confiance, une légitimité [et permettre à la société] d'être appréciée »[334]. De ce fait, il convient d'indiquer immédiatement que le prix des instruments financiers n'est pas seulement le résultat d'un calcul rationnel, mais qu'il est aussi influencé par des facteurs subjectifs liés à la manière dont les investisseurs se représentent personnellement l'entreprise, y compris au regard de considérations humaines et sociales[335]. Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE partagent également cette

---

[333] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 11.

[334] Texte original : « [...] *richiede un elevato livello di trasparenza e di chiarezza nell'esplicitazione delle finalità e delle strategie d'impresa, in quanto la comunicazione non è da intendersi meramente come mezzo per apparire, bensì deve essere indirizzata a ottenere credibilità strategica e reddituale, fiducia, legittimazione, apprezzamento* », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, pp. 9-10.

[335] Jean-Yves LEGER ajoute sur ce point que « Cette valeur immatérielle renvoie **aux notions de notoriété, de sympathie, de confiance, de proximité, de différenciation, de prestige même**. Cette valeur est constituée de deux éléments, l'impression et le subconscient : le premier traduit un

vision lorsqu'ils mettent en relief l'importance de l'influence de la manière dont les dirigeants gèrent l'activité de l'entreprise sur le cours des titres financiers qu'elle émet et la complémentarité entre sa valeur image et sa valeur financière[336].

65. Les conséquences d'une information de mauvaise qualité sur l'évaluation de la valeur des instruments financiers : La description des mécanismes de détermination de la valeur des entreprises par les investisseurs prouve le rôle fondamental de l'information financière, s'il était encore à démontrer. Si les informations relatives à la valeur immatérielle influencent elles aussi le cours des instruments financiers, les renseignements de nature financières et budgétaires n'en restent pas moins primordiaux comme ont pu le caractériser les économistes. À titre d'exemple, Wael LOUHICHI rappelle que « Vers la fin des années soixante, une littérature empirique abondante s'est intéressée à l'étude de la réaction du marché autour des annonces des chiffres comptables. Ces études partent de l'hypothèse selon laquelle les investisseurs déterminent leur politique d'investissement en se basant sur les données comptables publiées par les entreprises. D'ailleurs l'un des objectifs principaux de la comptabilité est de produire une information fiable permettant d'aider les investisseurs à évaluer les performances boursières de l'entreprise »[337]. De ce fait, il reste primordial pour les émetteurs de publier l'ensemble des données qui les concernent, avant tout dans un but de protection des investisseurs afin de leur permettre de réaliser une opération en toute connaissance de cause, mais aussi dans

---

jugement à partir d'une connaissance superficielle de faits objectifs ; du second se dégage **une dimension irrationnelle** » (mis en gras par nous), *op. cit.*, p. 33.

[336] Les deux auteurs montrent que « [La valeur de marché] traduit directement l'idée que l'entreprise ne se réduit pas à un ensemble de biens considérés individuellement, mais que sa valeur résulte de la combinaison et de la coordination de ces biens, impliquant un capital non seulement matériel et financier mais aussi humain et immatériel. C'est bien cette combinaison qui permet à l'entreprise de développer un savoir-faire distinctif, un avantage concurrentiel, une position particulière sur ses marchés, une reconnaissance de la valeur de ses produits par les clients… La vision financière ne s'oppose pas à la prise en compte de ces différents éléments constitutifs de l'entreprise puisqu'au contraire elle vise à les mettre en évidence, et en propose une quantification », *in* Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 28.

[337] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 19. Dans le même sens, Jean-Yves LEGER explique que « L'action, en tant que produit financier, est identifiée à travers divers critères : les caractéristiques techniques de l'entreprise (secteur d'activité, géographie des activités, stratégie poursuivie, etc.), les résultats financiers obtenus, les perspectives de croissance », *op. cit.*, pp. 32-33.

leur propre intérêt, pour que le cours des instruments financiers soit le reflet de leur politique de gestion.

En l'absence d'une information financière de qualité, ou en cas d'insuffisance de cette dernière, l'évaluation de la valeur de l'entreprise sera biaisée et par conséquent, le prix des instruments financiers s'en trouvera également modifié. Par ailleurs, les opérateurs seront susceptibles de réaliser de mauvaises transactions, peu ou pas rentables, suite à l'estimation erronée de la performance de l'émetteur qui les aura trompés, ou du moins induits en erreur, intentionnellement ou non. Toute l'information n'étant pas disponible, ils n'auront pas été mis en mesure d'analyser correctement sa situation avant d'agir sur ses titres. C'est exactement cette situation qui est prise en compte par les juges civils[338] ou pénaux[339] lorsqu'ils examinent les demandes d'indemnisation des victimes de diffusion d'informations inexactes ou mensongères : les magistrats réparent un préjudice qualifié de perte de chance, à savoir celle d'avoir pu contracter en ayant un consentement libre et éclairé par des informations correctes et compréhensibles que la société cotée aurait dû publier. Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET mettent en relief cet état de fait en observant qu'« Il est intéressant de souligner que cette évolution de la Cour de cassation, qui abandonne la notion de préjudice certain pour celle de perte de chance, marque aussi la prise en considération de l'importance de l'information dans le fonctionnement, l'efficience et donc la confiance que les actionnaires peuvent avoir dans les marchés. Ces derniers sont par essence des lieux d'incertitude dont personne ne peut prévoir à coup sûr l'évolution. Le seul élément rationnel parmi tous ceux qui influencent l'évolution du marché est la qualité de l'information donnée par l'émetteur »[340]. Quoique ces propos nous semblent corrects en ce qui concerne le lien entre la communication financière, la décision des investisseurs et la qualification de perte de chance du préjudice réparable en cas d'information incomplète, inexacte ou trompeuse, nous ne partageons pas l'affirmation selon laquelle le préjudice certain est abandonné. La perte de chance est bien un préjudice certain ; c'est plutôt la qualification de préjudice patrimonial qui est remise en cause par la jurisprudence.

---

[338] Réf. Arrêt.

[339] Réf. arrêt.

[340] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 269.

L'information financière doit donc être diffusée de la façon la plus claire qui soit et au plus vite afin que tous les investisseurs aient la possibilité d'évaluer correctement la valeur de l'entreprise, qui se reflétera ainsi sur le cours des instruments financiers au moment où ils effectueront leurs transactions[341]. Ainsi, c'est par une communication financière de qualité que l'efficacité des marchés financiers sera renforcée. Toutefois, elle ne suffit pas à elle seule à garantir un fonctionnement parfait des plateformes de négociation, car de nombreux facteurs viennent troubler la formation des prix des instruments financiers.

B- Les limites à la théorie de l'efficience informationnelle

66. La remise en cause d'une efficience informationnelle parfaite : La théorie de l'efficience informationnelle malheureusement ne se confirme pas toujours. Il a été expliqué précédemment que celle-ci est optimale en l'absence d'asymétrie informationnelle[342]. Or, il a également été démontré que tous les investisseurs ne sont pas dans une situation d'égalité absolue[343], notamment du fait de l'intérêt des émetteurs de communiquer parfois en priorité avec les analystes financiers et les investisseurs institutionnels. Même si toutes les prescriptions à charge des émetteurs ont été instituées dans le but de remédier à ces disparités, l'équité totale entre tous les opérateurs reste une chimère. Par conséquent, pour ce premier motif, l'hypothèse d'efficience informationnelle ne peut pas être complètement vérifiée. Les économistes ont eux-mêmes remis en cause l'existence systématique de l'efficience informationnelle, comme le rappellent Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE dans leur ouvrage consacré à l'*Analyse de l'information financière*[344]. Wael LOUHICHI constate quant à lui de façon

---

[341] Ces deux auteurs confirment la nécessité d'une information prompte des investisseurs par les émetteurs : « La raison de cette célérité est double. Tout d'abord, les investisseurs doivent avoir accès au plus vite aux informations susceptibles d'impacter sensiblement le cours du titre pour prendre leurs décisions en toute connaissance de cause. Le bon fonctionnement du marché suppose une information en temps réel afin que le cours reflète instantanément l'appréciation de la valeur du titre par les investisseurs. Ensuite, seule la rapidité de la communication assure le respect de l'égalité de traitement des investisseurs car elle est la meilleure protection contre les risques de « fuite » et les manquements qui portent atteinte à cette égalité », *op. cit.*, p. 131.

[342] § 63, p. 117 des présents travaux.

[343] §§ 46 à 50, pp. 98 s. des présents travaux.

[344] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 212 : « Dans une approche financière, de nombreuses critiques ont été formulées (et sont encore formulées) à l'encontre des données

pessimiste que « Les scandales financiers qui ont ébranlé les marchés ces derniers temps témoignent de la difficulté d'obtenir une information fiable. La pratique montre que, dans certains cas, l'information ne sert plus à informer mais plutôt à désinformer »[345]. Outre les affaires judiciaires, d'autres facteurs aussi nombreux que variés viennent perturber la formation du cours des instruments financiers. La plupart d'entre eux sont liés au comportement des investisseurs eux-mêmes.

67. Le manque de rationalité des opérateurs : L'information financière est nécessaire à l'estimation du prix de l'instrument financier. Seulement, elle ne sera réellement pertinente que si son utilisateur adopte un comportement rationnel. Aktas NIHAT explique dans un article consacré à la finance comportementale que l'adoption par tous les investisseurs d'un comportement raisonnable à chaque instant reste une utopie : « La concurrence entre opérateurs rationnels pour réaliser des profits a pour effet que toute l'information disponible est instantanément exploitée et incorporée adéquatement dans les prix. Autrement dit, **la vision idéalisée** d'un « marché efficient » est celle d'une économie dont les agents sont tous rationnels, et vont par conséquent réagir instantanément et adéquatement à la survenance de toute information nouvelle »[346]. Plusieurs économistes, en observant l'évolution du cours des instruments financiers à l'annonce de nouvelles informations, ont permis de démontrer que les investisseurs n'opèrent pas toujours avec méthode sur les marchés. Par ailleurs, les réactions varient en fonction du contenu du message communiqué et de l'effet de surprise positif ou négatif qu'il produit. Si les données diffusées apportent des informations inédites et d'une importance significative, les investisseurs vont réagir en masse au moment de leur réception[347]. Au contraire, si les renseignements étaient déjà

---

comptables et concernent deux aspects de la comptabilité : sa capacité à décrire la valeur de l'entreprise et sa capacité à fournir une information suffisamment tôt pour être utile à la prise de décision, c'est-à-dire pertinente pour les investisseurs ». V. également dans le même sens Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 35

[345] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 2.

[346] Mis en gras par nous. Aktas NIHAT, « La « finance comportementale » : un état des lieux », *Reflets et perspectives de la vie économique* mai-août 2004, n° 2004/2, t. XLIII, p. 21.

[347] Robert JENNINGS et Laura STARKS en 1985 (art. « Information content and the speed of stock price adjustment »), *Journal of Accounting Research* Spring 1985, vol. 23, issue 1, pp. 336-350, cités par Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, pp. 24-25.

connus de multiples opérateurs, ou s'ils avaient été anticipés, notamment par la combinaison de diverses informations déjà disponibles, les transactions seront moins nombreuses et le prix des valeurs mobilières concernées restera relativement stable[348]. Il est cependant des annonces qui provoquent systématiquement de nombreuses répercussions chez les opérateurs : il s'agit de la publication des résultats semestriels ou annuels[349]. Les économistes ont pu observer au moment de la diffusion de tels communiqués une augmentation de la volatilité des cours et du volume de transactions effectuées[350]. Le sens du communiqué, dans le cadre de ce type de publications, influence également de façon non négligeable le comportement des investisseurs. D'ailleurs, leur réponse est parfois excessive, comme le constate Aktas NIHAT : « **la grande majorité des investisseurs réagit de manière trop optimiste aux bonnes nouvelles, et de manière trop pessimiste aux mauvaises, la correction s'opérant plus ou moins rapidement selon le degré d'efficience du marché** »[351]. Le premier type d'informations visées par cet auteur représente les résultats au-dessus de ceux qui avaient été anticipés par le marché, alors que la seconde catégorie correspond aux chiffres inférieurs aux estimations et prévisions du public. Cependant, Wael LOUHICHI tempère ces affirmations en observant que si l'annonce d'une mauvaise nouvelle provoque un accroissement notable des ordres vendeurs, la diffusion d'une communication positive engendre une réaction beaucoup plus mesurée des investisseurs et qui perdure peu dans le temps[352]. De même, il explique que la baisse des cours en cas de résultats inférieurs à ceux pressentis par les analystes peut être liée au déséquilibre entre l'offre et la demande relatives aux instruments financiers concernés, du fait de l'augmentation initiale des ordres vendeurs au moment de l'annonce[353].

---

[348] Wael LOUHICHI, *op. cit.*, p. 160.

[349] Cf. Wael LOUHICHI qui cite les travaux de James M. PATELL et Mark A. WOLFSON de 1984 (art. « The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements »), *Journal of Financial Economics* Summer 1984, vol. 13, issue 2, pp. 223-252 en expliquant que les résultats de leur étude montrent que « **la réaction du marché autour des dates d'annonces de bénéfices est plus importante que la réaction observée lors des annonces de dividendes** », *op. cit.*, p. 24.

[350] Wael LOUHICHI, *op. cit.*, pp. 119 et 121.

[351] Aktas NIHAT, *ibid.*, p. 30.

V. dans le même sens Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 35.

[352] Wael LOUHICHI, *op. cit.*, p. 124.

[353] Wael LOUHICHI, *op. cit.*, p. 126.

Enfin, il convient d'ajouter que l'irrationalité du comportement de certains opérateurs peut tout simplement découler de leur manque de connaissance des marchés financiers et à leur inexpérience en matière d'analyse d'informations financières. Certains individus, bien que n'étant pas des professionnels des marchés, opèrent parfois seuls sans réellement savoir quelles sont les conclusions à tirer d'une annonce déterminée. Lorsqu'ils se retrouvent dans une situation d'hésitation très forte, ils peuvent avoir tendance à imiter le comportement majoritairement adopté sur le marché, et ainsi contribuer à intensifier la réaction déjà en cours au moment de leur transaction[354]. Robert COBBAUT explique ce processus en décrivant la démarche que pourrait suivre un investisseur en situation d'incertitude : « Si ma procédure de sélection de la personne à imiter est raisonnablement réfléchie, je risquerai au pire de dégrader légèrement ma situation et, plus probablement, de l'améliorer au moins un peu. Certes, la survenance d'un risque extrême engendrant une perte catastrophique n'est jamais exclue mais elle se produit presque toujours dans un contexte d'« incertitude radicale » pour la collectivité tout entière. Plus cette 'incertitude radicale' est généralisée et forte, plus la 'polarisation mimétique' sera forte elle aussi »[355].
Toutes ces constatations montrent que la psychologie des opérateurs peut venir masquer l'intégration de l'information financière diffusée dans le cours des instruments financiers. Néanmoins, si l'« émotion », comme réaction affective soudaine, est un facteur d'altération de l'efficience informationnelle, la rationalité en est un autre.

68. L'influence des stratégies des investisseurs sur l'évolution du cours des instruments financiers : Pour commencer, il convient de préciser que quand bien même un investisseur agirait de façon raisonnable, sur la base d'une méthode d'évaluation cartésienne de la valeur d'un instrument financier, il n'est pas certain qu'il opérerait dans le sens qui soit le plus rentable pour lui. Preuve en est qu'à l'annonce d'un même résultat, certains vendent alors que d'autres achètent. D'autre part, il est possible de considérer que les professionnels des marchés auront tendance à mieux anticiper et interpréter les annonces que les personnes inexpérimentées. Wael LOUHICHI

---

[354] Pierre CLERMONTEL fait référence à cette hypothèse en évoquant un « comportement mimétique ou 'moutonnier' des investisseurs », *in Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 38-39.
[355] Robert COBBAUT, « Pour tenter de conclure : à la croisée des chemins » (dossier sur l'efficience informationnelle), *Reflets et perspectives de la vie économique* 2004, n° 2, t. XLIII, p. 62.

a mis en évidence cette réalité en rappelant qu'interviennent sur le marché deux catégories principales d'opérateurs : les agents informés et les agents non-informés[356]. Les premiers correspondent principalement à des initiés, c'est-à-dire des personnes possédant une information privilégiée au sens précédemment défini[357], tels que les dirigeants des sociétés ou les membres des organes de contrôle et de surveillance de celles-ci. Les seconds représentent la masse des investisseurs qui n'entretiennent aucun lien particulier avec les émetteurs et qui, par conséquent, ne disposent pas de telles informations.

Selon cet auteur, les agents informés vont agir quelques instants avant l'annonce du résultat, ou dans les secondes qui suivent, pour maximiser le profit issu de leur transaction ; au contraire, les agents non-informés sont contraints d'observer le cours des instruments financiers et de repérer le moment à partir duquel l'information se trouve intégrée dans ces derniers. Cette technique leur permet d'adopter un comportement en adéquation avec celui du marché et de minimiser les probabilités d'une opération ruineuse[358]. Aktas NIHAT a lui aussi expliqué comment le degré d'aversion au risque peut influencer le comportement de l'investisseur[359]. Un opérateur

---

[356] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 13.

[357] § 42, p. 129-131 des présents travaux.

[358] Wael LOUHICHI, *op. cit.*, pp. 45 et 133.

[359] Aktas NIHAT, « La « finance comportementale » : un état des lieux », *Reflets et perspectives de la vie économique* mai-août 2004, n° 2004/2, t. XLIII, p. 22.

Des études menées par l'Université de Cambridge ont pu permettre de découvrir que le degré d'aversion au risque augmenterait avec la production croisante de cortisol, une hormone créée à partir du cholestérol, secrétée par la glande corticosurrénale et intervenant dans la gestion du stress. Les chercheurs expliquent que « Nous avons au préalable constaté que les traders connaissent une augumentation importante de la quantité d'hormone du stress [appelée] cortisol quand l'incertitude, se manifestant par la volatilité des marchés, augmente. Nous nous sommes alors demandé si ces taux élevés de cortisol affectaient l'aversion au risque. En utilisant un protocole croisé, à double insu et contrôlé par placebo, nous avons augmenté les taux de cortisol chez des volontaires durant une période de huit jours à hauteur du niveau observé au préalable chez les traders. Nous avons ensuite testé les mécanismes d'équilibre entre bénéfice et calcul de probabilités, sous-jacents à leur prise de risque et nous avons trouvé que les participants étaient devenus plus enclin au risque. Nous avons également observé que l'évaluation des probabilités avait été plus altérée chez les hommes que chez les femmes. Ces résultats suggèrent que l'aversion au risque est très changeante. Plus précisément, la réaction au stress adapte notre prise de risque aux circonstances qui nous entourent, en réduisant ce dernier lors des longues périodes d'incertitude, telles que les crises financières » ; texte original: « *We have previously found that traders experience a sustained increase in the stress hormone cortisol when the amount of uncertainty, in the form of market volatility, increases. Here we ask whether these elevated cortisol levels shift risk preferences. Using a double-blind, placebo-controlled, cross-over protocol we raised cortisol levels in*

aimant l'aléa agira plus facilement, même dans une hypothèse d'insuffisance d'information, d'autant plus s'il a besoin de liquidités. Au contraire, un individu prudent aura plutôt tendance à aligner ses transactions sur celles majoritairement accomplies sur le marché, ou à patienter jusqu'à l'obtention de toutes les informations qu'il juge pertinentes à sa prise de décision[360].

69. Les conséquences liées au volume de transactions réalisées : Le nombre significatif d'opérations effectuées sur un titre financier déterminé a également tendance à masquer les effets de l'intégration d'une annonce dans le prix des instruments financiers. Toutefois, lorsque celui-ci résulte de l'action d'un investisseur institutionnel, il peut au contraire corriger les anomalies liées à l'intervention d'autres facteurs. C'est ce qu'a observé Wael LOUHICHI qui explique que « [...] les investisseurs de grande taille jouent un rôle important dans la garantie de l'efficience informationnelle du marché parisien. En effet, c'est les transactions initiées par ces investisseurs qui peuvent être à l'origine des variations de prix autour des annonces publiques. Ce comportement consiste à augmenter la proportion des ordres d'achat en cas de bonnes nouvelles et à réviser à la hausse des ordres de vente autour des mauvaises. En agissant ainsi, il provoque un déséquilibre entre l'offre et la demande »[361]. Par ailleurs, les effets provoqués par des transactions nombreuses sur un même titre seront multipliés, si celles-ci concernent une société à faible capitalisation boursière, pour laquelle les échanges journaliers sont relativement peu nombreux en principe[362]. Dans cette hypothèse, le cours des instruments financiers variera énormément même en l'absence d'information significative inédite.

---

volunteers overs 8 d to the same extent previously observed in traders. We then tested for the utility and probability weighting functions underlying their risk taking and found that participants became more risk-averse. We also observed that the weighting of probabilities became more distorted among men relative to women. These results suggest that risk preferences are highly dynamic. Specifically, the stress response calibrates risk taking to our circumstances, reducing it in times of prolonged uncertainty, such as a financial crisis », *in* Narayanan KANDASAMY, Ben HARDY et al., « Cortisol shifts financial risk preferences », *Proceedings of the National Academy of Sciences* March 4, 2014, vol. 111, n° 9, pp. 3608-3613 (disponible sur http://www.pnas.org/content/111/9/3608.full.pdf) spéc. p. 3608.

[360] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 24.

[361] Wael LOUHICHI, *op. cit.*, p. 136.

[362] Aktas NIHAT, *ibid.*, p. 25.

70. L'altération des cours dérivant des circonstances de la diffusion de l'information : Toute l'information n'est pas toujours disponible et par conséquent, elle ne peut être intégrée dans le prix des valeurs échangées. C'est le cas notamment lorsqu'une opération financière importante est en cours de préparation, mais que l'émetteur veut encore garder confidentiel ce projet, dans le but de ne pas compromettre sa réalisation, et surtout afin de préserver l'effet de surprise auprès de ses concurrents quand le communiqué qui le révèlera sera diffusé[363].

Par ailleurs, même si l'ensemble des renseignements utiles à l'évaluation d'un émetteur sont disponibles, l'annonce de certains d'entre eux peut avoir été noyée dans la masse de données transmises chaque jour au marché. Par conséquent, un investisseur faiblement expérimenté dans la recherche et l'analyse de l'information financière peut se retrouver désarmé dans une telle situation[364]. D'autre part, il n'est pas réellement possible pour un investisseur d'apprécier une donnée de façon isolée. De ce fait, il est souvent contraint de la confronter avec les communiqués publiés précédemment ou concomitament, pour tenter d'en tirer le sens et la portée nécessaires à la plus juste estimation des titres financiers qu'elle concerne[365].

De plus, la révélation de nouvelles par l'émetteur peut être accompagnée de ce que les économistes appellent des « bruits parasites »[366]. Ces derniers résident dans les informations publiées qui sont sans valeur, c'est-à-dire non pertinentes à l'évaluation d'un émetteur ou de ses titres financiers. À ces renseignements inutiles, sont souvent

---

[363] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 32.

[364] V. en ce sens Robert COBBAUT qui affirme que « Pour que le résultat mentionné plus haut puisse être considéré comme optimal, deux autres postulats doivent être posés. Le premier est celui de la disponibilité de toute l'information pertinente : tous les événements qui peuvent influer sur le résultat doivent être identifiés et assortis d'une distribution de probabilité ; toutes les lignes d'action possibles doivent à leur tour être identifiées et il doit leur être assigné une valeur de conséquence pour chacun des événements identifiés. Le second est celui de la capacité de calcul illimitée dans le chef du décideur, qui permet de considérer qu'une décision optimale peut être définie quelle que soit la complexité du problème à résoudre. Ces deux postulats constituent un pari énorme sur l'étendue de capacités cognitives et techniques des agents économiques », *in* « Pour tenter de conclure : à la croisée des chemins » (dossier sur l'efficience informationnelle), *Reflets et perspectives de la vie économique* 2004, n° 2, t. XLIII, p. 58.

[365] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 12.

[366] Robert COBBAUT, *ibid.*, p. 61.

associés les *« noise traders »*[367], qui représentent les opérateurs qui agissent en fonction de leurs croyances ou de leurs émotions ou qui opèrent sur la base d'informations non pertinentes. Ils entraînent ainsi une modification du cours des instruments financiers qui, comme elle n'aurait pas dû survenir, altère la valeur de l'entreprise retranscrite par ces derniers.

71. L'influence des avis des analystes financiers : Pour finir, les prévisions et estimations des analystes affectent l'évolution normale des cours[368]. Cette réalité se manifeste principalement par l'existence des « consensus de marché », notion qui peut se définir comme « *un amalgame de facteurs prévisibles conjoncturels ou opérationnels [qui] se traduit par une prévision de résultat net par action, généralement hors éléments exceptionnels, émise par la communauté des analystes financiers* »[369]. Une telle situation entraîne pour l'émetteur l'obligation de publier des avertissements sur résultat lorsque les données prospectives qu'il avait diffusées sont significativement inférieures aux prévisions issues du consensus de marché, ce qui montre le poids exercé par les travaux des analystes. Cela est d'autant plus vrai que ces professionnels sont à la fois des informateurs et des prescripteurs, en ce sens qu'ils recherchent l'information, qu'ils l'expliquent et qu'à partir de leurs études, ils proposent des stratégies d'investissement[370]. De ce fait, en cas de compréhension erronée des renseignements fournis par les émetteurs, les études et recommandations des analystes contribuent à masquer le réel message de l'information diffusée, qui ne sera donc pas intégrée dans le prix des instruments financiers.

72. Conclusion sur la fonction économique de l'information financière : La représentation de la valeur de l'entreprise par le cours des instruments financiers est l'un des objectifs poursuivis par l'information financière, dans le but d'aider les investisseurs à procéder à des transactions libres et éclairées. Elle participe donc de l'efficacité des marchés financiers et de la confiance des investisseurs. Cette finalité

---

[367] Aktas NIHAT, « La « finance comportementale » : un état des lieux », *Reflets et perspectives de la vie économique* mai-août 2004, n° 2004/2, t. XLIII, p. 28.

[368] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *op. cit.*, p. 34.

[369] Introduction, § 2.5, p. 6 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[370] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 48.

serait atteinte si l'hypothèse d'efficience informationnelle était intégralement vérifiée à tout moment. Or, de nombreux facteurs viennent perturber la prise en compte de l'information diffusée dans le cours des valeurs mobilières échangées. De ce fait, les opérateurs se trouvent toujours face au risque d'effectuer une transaction peu ou pas rentable. C'est pourquoi il est possible d'affirmer, en reprenant les mots de Robert COBBAUT que « Si les comportements adoptés par les opérateurs en Bourse en réponse aux risques qu'ils perçoivent sont de nature à induire un changement du régime conventionnel d'évaluation, nous devons en conclure que « le prix coté n'a pas d'autre réalité que celle de l'accord transitoire qu'il cristallise à un moment donné ». Autrement dit, le marché est vu dans cette perspective comme un dispositif collectif destiné à « fabriquer du consensus » sur un prix, mais pas nécessairement à produire une évaluation « vraie » »[371].

Toutes les circonstances précédemment mentionnées qui viennent perturber le processus de formation des cours, si elles ne sont pas utiles pour vérifier que l'information diffusée par les émetteurs est « *exacte, précise et sincère* », comme l'exige l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, seront pertinentes pour évaluer les conséquences d'une diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Les autorités en charge de la poursuite et de la répression des manquements administratifs et des délits pénaux commis en matière boursière devraient donc pouvoir se référer à ces éléments, notamment pour évaluer les dommages causés aux marchés financiers et estimer le préjudice découlant de l'infraction. Une telle possibilité montre combien il est important que les agents statuant en cette matière soient dotés d'une certaine expertise, ce qui n'est pas sans incidence sur la manière dont doit être pensée la répression des abus de marché.

Paragraphe 2. La fonction *marketing* de l'information financière

73. La généralisation des contenus informationnels : Les sociétés ont besoin de trouver de nouveaux investisseurs lorsqu'elles émettent des actions pour la première fois, mais aussi lorsqu'elles procèdent à une augmentation de capital dans le but d'accroître leur financement. Par ailleurs, comme les instruments financiers

[371] Robert COBBAUT, « Pour tenter de conclure : à la croisée des chemins » (dossier sur l'efficience informationnelle), *Reflets et perspectives de la vie économique* 2004, n° 2, t. XLIII, p. 64.

représentent aussi une forme d'épargne de plus en plus utilisée[372], les banques et établissements qui proposent ces produits doivent convaincre leurs clients de leur rentabilité et, plus généralement, de leurs qualités. La communication purement informationnelle, finalisée à assurer l'équité dans les conditions de négociation des opérateurs et la répresentation de la valeur de l'entreprise, se transforme donc petit à petit pour devenir un message attrayant destiné à séduire de nouveaux actionnaires ou clients.

Elle doit donc s'adresser au public de façon « universelle » pour attirer le plus de monde possible ; toutefois, elle peut aussi être ciblée pour toucher des catégories de personnes particulières[373]. La généralité des contenus informationnels s'explique aussi par l'évolution des expectatives des investisseurs et épargnants, dont il a été expliqué qu'ils ne se réfèrent plus seulement à la valeur financière de l'entreprise, mais également à sa notoriété, à son crédit, à sa politique sociale, etc.[374] Jean-Yves LEGER confirme cette mutation de la forme de l'information financière en expliquant que « Les marchés financiers et boursiers jugent les entreprises et leurs dirigeants sur leurs résultats bien sûr, mais aussi de plus en plus sur leur stratégie, leur gouvernance vis-à-vis des actionnaires, leur mode de management, la qualité de leur recherche et le caractère innovant de leur marketing. En un mot, les attentes des cibles naturelles de la communication financière sont de plus en plus globales »[375]. Par conséquent, cette dernière ne sert plus seulement à informer, elle doit aussi rendre attractifs l'émetteur et ses instruments financiers (A). Cependant, les sociétés qui affectent leur communication d'un contenu marketing doivent veiller à ne pas contrevenir aux règles garantissant la

---

[372] § 29, pp. 111-112 des présents travaux.

[373] V. en ce sens Gilberto GABRIELLI qui considère que « En ce qui concerne la méthode, la communication financière, à l'image des autres types de communication d'entreprise, devrait s'inspirer d'une logique marketing et commencer ainsi par une analyse soignée des besoins et de la cible de référence, pour ensuite se concentrer sur la définition des contenus et des instruments nécessaires à la satisfaction des besoins identifiés, évidemment sans perdre de vue les objectifs poursuivis par l'entreprise, et finir par l'évaluation postérieure des effets produits par les actions entreprises » ; texte original : « *In termini di metodo, la comunicazione finanziaria, al pari delle altre tipologie di comunicazione d'impresa, dovrebbe ispirarsi a una logica di marketing e prendere quindi avvio da un'accurata analisi dei bisogni e del target di riferimento, per poi concentrarsi sulla definizione dei contenuti e degli strumenti necessari alla soddisfazione dei bisogni individuati, senza ovviamente perdere di vista gli obiettivi perseguiti dall'impresa, e giungere fino alla valutazione ex post degli effetti delle azioni intraprese* », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, pp. 17-18.

[374] § 64, pp. 156-158 des présents travaux.

[375] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 48.

qualité de l'information financière instituées par les autorités de surveillance des marchés (B).

A- Les divers aspects *marketing* de l'information financière

74. L'information financière comme technique de commercialisation des instruments financiers : Au vu des objectifs qui lui sont assignés, l'information financière devient aussi un instrument « *marketing* », « c'est-à-dire toute action de persuasion et de séduction de la demande par l'offre »[376]. Les émetteurs et les établissements bancaires vont donc stimuler soit des clients potentiels pour les convaincre d'acquérir les instruments financiers qu'ils diffusent, soit des actionnaires pour les persuader d'étoffer leur portefeuille de titres ou pour simplement conserver leur soutien financier[377]. Pour cela, une société doit se démarquer, valoriser ses qualités, les produits financiers qu'elle propose. Dans ce but, elle cherche à améliorer son image, à mettre en relief sa politique sociale et humaine, ses spécificités.[378] Comme l'explique Gilberto GABRIELLI, « [...] il est possible d'affirmer que la communication revêt une dimension stratégique : l'objectif poursuivi avec cette dernière est de créer une image forte et attractive, pour obtenir le consentement nécessaire à la satisfaction des besoins en matière de ressources pour l'exercice de l'activité de l'entreprise »[379]. Cette communication financière n'est pas publiée par le biais de supports spécifiques aux offres promotionnelles, mais bien dans les documents traditionnels de diffusion de l'information financière, c'est-à-dire les communiqués officiels, les notes d'opération, les

---

[376] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 37.

[377] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 484 ; Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 35.

[378] Jean-Yves LEGER précise sur ce point que « La communication financière a un objectif majeur : rendre visible l'entreprise auprès des publics divers qu'elle doit séduire en leur transmettant des informations jugées stratégiques, notamment sur les perspectives, avec une ambition : mieux valoriser la société, et le cours de son titre quand elle est cotée. Au sein de la communication globale de l'entreprise, la communication financière doit donc expliquer et illustrer la stratégie, valoriser les produits ou les services, mettre en avant le capital humain, commenter les résultats de l'entreprise, indiquer les perspectives », *op. cit.*, pp. 31-32.

[379] Texte original : « ***In quest'ottica, si può allora affermare che la comunicazione assume una valenza strategica: con essa si persegue l'obiettivo di creare un'immagine forte e attrattiva, per ottenere il consenso necessario a soddisfare il fabbisogno di risorse per l'esercizio dell'attività d'impresa*** », Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 9.

prospectus émis en cas d'offre au public de titres financiers, ou encore la lettre aux actionnaires, destinée à porter à la connaissance de ces derniers, annuellement ou semestriellement, le bilan de l'activité menée au cours de la période écoulée et des états budgétaires et financiers de la société.

De plus, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers différencie bien le prosectus d'information[380] des offres à caractère promotionnel[381], dont la diffusion est régie par des règles différentes. Plusieurs dispositions formulées par l'autorité française et la Consob, sous l'influence du droit de l'Union européenne, garantissent la distinction entre ces deux types de messages. Certaines indiquent qu'une offre promotionnelle doit être explicitement identifiée comme telle[382] ; d'autres imposent que les contenus informationnels et publicitaires ne soient pas mélangés[383]. L'un des premiers textes applicables aux obligations d'information qui pèsent sur les émetteurs est l'article 223-4 du règlement général précité, qui prévoit que « *L'émetteur s'abstient de combiner, d'une manière susceptible d'induire le public en erreur, la fourniture d'informations privilégiées et les éléments publicitaires ou commerciaux relatifs à ses activités* ». L'article 66, alinéa 2, *c)* du règlement « Émetteurs » italien contient, quant à lui, une disposition similaire qui indique que « *les émetteurs d'instruments financiers garantissent que la communication au public d'informations privilégiées et le* marketing *ayant trait à leurs propres activités ne soient pas combinés de façon à ce que celle-ci soit rendue trompeuse* »[384]. La finalité *marketing* ne doit donc pas altérer la qualité de la communication financière et ne doit pas primer sur l'objectif d'information du public.

75. Le caractère *marketing* de l'information financière au service de la compétitivité des émetteurs : Au-delà du message destiné à séduire des clients et actionnaires potentiels, l'information financière doit également servir l'émetteur à se distinguer face à ses concurrents. La globalisation et l'internationalisation de l'économie

---

[380] Art. 212-26 à 212-27-1, RG AMF.

[381] Art. 212-28 à 212-30, RG AMF.

[382] Art. 212-28, al. 2, 2° et art. 41, al. 5, Règlement « Émetteurs ».

[383] Pour les sites Internet, art. 93, al. 5, Comunicazione n. DME/6027054 della Consob del 28 marzo 2006, « Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti ».

[384] Texte original : « *Gli emittenti strumenti finanziari assicurano che la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate e il* marketing *delle proprie attività non siano combinati tra loro in maniera che potrebbe essere fuorviante* » (art. 66, al. 2, *c*), Règlement « Émetteurs »).

favorisent la circulation des titres financiers et des capitaux, mais en même temps, elles détruisent les frontières territoriales qui limitaient des secteurs géographiques de concurrence. Par conséquent, les émetteurs doivent également communiquer pour renforcer leur image, leur crédit et leur notoriété, afin de se démarquer des entreprises rivales et de les faire passer au second plan. Sur ce point, Gilberto GABRIELLI affirme qu'« en effet, s'il est vrai que le 'savoir-faire' est toujours plus important, tout comme le développement de compétences distinctives, et qu'il n'est pas suffisant de 'faire', c'est-à-dire de disposer d'une stratégie et d'un plan d'action d'entreprise efficace et efficient, il est désormais nécessaire de 'se faire connaître', c'est-à-dire de montrer et d'expliquer les capacités et les compétences distinctives de l'entreprise »[385]. Ainsi, ceux-ci doivent à la fois informer le public et insister sur leurs spécificités et leurs points forts sans l'induire en erreur, tout en se préservant de leurs adversaires. Les renseignements fournis doivent donc l'être en quantité suffisante pour satisfaire à l'exigence de transparence qui domine les marchés, sans risquer de perdre un contrat ou marché au profit de ses concurrents, ou de compromettre une opération financière en cours de négociations. Jean-Yves LEGER décrit parfaitement cette difficulté qui peut rendre ardue la rédaction de communiqués officiels exacts et non trompeurs : « En particulier dans sa relation avec ses concurrents, l'entreprise doit se livrer à un exercice d'équilibriste en informant le marché sur ses perspectives, vérifiables, sans pour autant exposer sa stratégie au grand jour »[386].

Pour un émetteur, se rendre visible est d'autant plus important que certains investisseurs sont plutôt versatiles, en ce sens que ceux-ci recherchent surtout un produit rentable. C'est le cas notamment des investisseurs institutionnels qui visent la rentabilité à court terme[387]. D'autre part, les individus qui cherchent à se construire une épargne ne prêtent pas nécessairement une importance fondamentale à l'entreprise dont ils détiennent les actions, ou même au secteur d'activité dans lequel celle-ci évolue. Très souvent, ils se limitent à connaître le taux de rentabilité de leur produit et à s'assurer de l'augmentation de la consistance de leur patrimoine, sans même se souvenir

---

[385] Texte original : *« Infatti, se è vero che è sempre più importante « saper fare », ovvero lo sviluppo di competenze distintive, e non solo « fare », cioè l'efficacia e l'efficienza strategico-operativa dell'impresa, risulta ormai necessario anche « far conoscere », ovvero rendere palesi ed esplicitare le capacità e competenze distintive dell'impresa »* *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 10.

[386] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 49.

[387] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 93.

de l'identité de la personne morale dont ils sont en partie propriétaires, en particulier si leur portefeuille de titres est géré par un professionnel. Ce phénomène est mis en lumière par Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN et Christophe BENAROYA qui observent que « Pour la plupart des investisseurs, ces placements ne sont pas liés à un secteur économique : ils peuvent basculer du jour au lendemain du secteur des nouvelles technologies vers un secteur plus classique comme l'agroalimentaire ou l'immobilier d'entreprise. Les marchés financiers sont donc également caractérisés par une concurrence plus intense que les marchés commerciaux qui ne connaissent pour la plupart d'entre eux qu'un petit nombre de gros concurrents »[388]. Toutes ces raisons incitent les émetteurs à produire des messages toujours plus séduisants, à destination de l'ensemble du public. Toutefois, l'aspect *marketing* de l'information financière peut également contribuer à convaincre certaines catégories de destinataires bien précises, en cas d'entrée en cotation par exemple.

76. Une information financière ajustée à la cible visée : La communication financière diffusée par les émetteurs s'adresse à un public varié[389] : elle concerne les actionnaires, les investisseurs ou épargnants potentiels, les salariés des entreprises notamment depuis le développement de l'actionnariat salarié dans les années 1990. De ce fait, les dirigeants cherchent à adapter l'information au public visé, mais aussi au titre financier concerné, puisque toutes les valeurs mobilières échangées ne possèdent pas les mêmes caractéristiques[390]. Enfin, ils essaient aussi d'ajuster le contenu des messages qu'ils diffusent en fonction de l'opération envisagée. C'est le cas par exemple, lorsqu'une société offre pour la première fois des titres au public : dans ce cas, cette dernière doit attirer des actionnaires en les convaincant du bien-fondé et de la pérennité du projet, des nouveaux besoins que les services ou produits qu'elle propose viennent combler, etc., comme l'expliquent Philippe MALAVAL et ses coauteurs : « Il s'agit de vendre un projet d'entreprise en les persuadant qu'il est en phase avec leurs propres attentes. Ces attentes sont le plus souvent d'ordre financier (dividendes escomptés ou

---

[388] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 470.

[389] V. en ce sens Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, pp. 31 et 39 ; Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *op. cit.*, p. 477.

[390] Cf. Jean-Yves LEGER qui définit les valeurs d'affaires, défensive et cyclique, *op. cit.*, p. 53.

valorisation du patrimoine). L'aspect fiscal peut entrer en considération lorsque les incitations sont permises par le contexte règlementaire »[391].

Un autre exemple emblêmatique de la stratégie de communication financière réside dans les communiqués diffusés en cas d'offre publique d'achat[392]. Celle-ci s'entend de « l'opération par laquelle il est annoncé publiquement aux actionnaires d'une société qu'une personne physique ou morale est disposée à acquérir les actions qu'ils détiennent à un prix donné »[393]. Dans cette hypothèse, les initiateurs de l'offre doivent montrer à leurs propres actionnaires l'utilité de l'opération et convaincre ceux qui détiennent la société cible de ses avantages. En revanche, dans le cadre d'une offre dite « hostile » ou « inamicale », c'est-à-dire lorsque la personne morale visée par l'opération la refuse, les actionnaires de cette dernière doivent être persuadés de l'intérêt de ne pas céder les titres qu'ils possèdent. Elle peut, par exemple, diffuser des données prospectives démontrant que la société à l'origine de l'offre sera dans l'incapacité de garantir les profits assurés aux actionnaires, au vu de l'évolution prévisible de son activité ou du secteur d'activité dans lequel elle opère.

77. La prévalence de la fonction informationnelle des sites Internet des émetteurs : L'information financière publiée par les sociétés cotées, selon les exigences de l'Autorité des marchés financiers, prend la forme d'un communiqué officiel[394]. Toutefois, en vertu de l'article R. 210-20 du Code de commerce, « *Les sociétés dont les*

---

[391] Ils ajoutent qu'« A côtés de ces attentes prédominantes, demeurent des attentes moins rationnelles comme la volonté de participer à un projet séduisant par son degré d'innovation technologique ou par sa proximité géographique ou affective. L'attachement s'explique souvent par les emplois et la richesse créés et entretenus par l'entreprise dans la région de résidence des actionnaires potentiels. Le développement des fonds éthiques ne fait qu'amplifier la tendance naturelle à investir dans des entreprises avec lesquelles on partage des valeurs aussi variables que la défense des intérêts sociaux, une meilleure protection de l'environnement ou la défense des entreprises d'origine nationale », Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 484. V. dans le même sens, Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, pp. 61-62 : l'auteur explique que les informations spontanées délivrées par les émetteurs au-delà des obligations légales « ***se sont révélées des instruments de marketing efficaces*** » (texte original : « ***si sono dimostrate efficaci strumenti di marketing*** »).

[392] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *op. cit.*, pp. 484-491.

[393] Catherine KARYOTIS, *L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux*, Gualino (Lextenso éditions), Coll. « Les carrés », 2° éd., 2010, p. 136.

[394] Art. 223-9, RG AMF

actions sont admises à la négociation sur un marché règlementé sont tenues de disposer d'un site internet afin de satisfaire à leurs obligations d'information de leurs actionnaires ». La Consob italienne exige également ce dernier support pour la diffusion des renseignements relatifs aux « *évènements et circonstances significatifs* »[395], et pour l'information règlementée, c'est-à-dire l'ensemble des informations que les émetteurs d'instruments financiers italiens et les sociétés qu'ils contrôlent sont contraints de diffuser[396].

Plusieurs remarques peuvent être formulées à la lecture de ces dispositions. D'une part, le site Internet ne concerne en apparence ni les mêmes bénéficiaires, ni les mêmes informations dans les deux pays. En Italie, les émetteurs ont l'obligation de diffuser sur leur site Internet l'information règlementée et tout autre fait susceptible d'influencer l'évolution du cours des instruments financiers, et ce, pour l'ensemble du public. La législation française impose seulement que soient mises en ligne les données s'adressant aux actionnaires. Toutefois, la différence entre les destinataires est plus théorique que réelle, en ce sens que les émetteurs auront tendance à communiquer à leurs actionnaires toutes les informations significatives pour leur activité ou pour leur situation patrimoniale ou budgétaire ; par conséquent ces données, qui seraient susceptibles dans de nombreuses hypothèses d'altérer la valeur des instruments financiers, ont également un intérêt pour l'ensemble des investisseurs. C'est pourquoi, les sociétés cotées peuvent choisir de les mettre en ligne, en plus de les diffuser selon les modalités imposées, afin d'assurer plus longuement la visibilité de leurs annonces qui, si elles étaient publiées seulement par le biais d'un communiqué officiel, pourraient vite être oubliées et noyées dans la masse de renseignements. D'autre part, si le site Internet existe dans le but de contenir des messages à contenu informationnel, cela signifie que les articles 223-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 66, alinéa 2, *c*) du règlement « Émetteurs » de la Consob, relatifs à l'impératif de distinction entre information financière et message publicitaire ou offre à caractère promotionnel, s'appliquent. Cependant, cela n'empêche pas les sociétés d'insérer des contenus attractifs au sein de leur site Internet.

---

[395] Texte original : « *Eventi o circostanze rilevanti* », intitulé de l'article 66 du Règlement « Émetteurs ».
[396] Art. 65-*bis* du Règlement « Émetteurs » par renvoi à l'art. 113-*ter*, al. 1er, TUF.

78. Le caractère secondaire de la fonction *marketing* des sites Internet des émetteurs : Les dirigeants devraient s'impliquer dans la présentation des sites Internet des sociétés cotées pour plusieurs raisons. En premier lieu, il s'agit d'un espace illimité de communication, géré et administré par la société elle-même qui peut donc l'aménager comme elle le souhaite. En second lieu, ceux-ci permettent à l'émetteur de publier des indications complémentaires qui ne peuvent pas toutes être contenues dans un communiqué officiel, au risque que celui-ci soit bien trop long et de ce fait, ne rende plus assez visibles les informations fondamentales. Ainsi, les sites Internet donnent la possibilité d'ajouter des explications relatives à une communication précédente et peuvent se révéler pédagogiques : cela peut se traduire par exemple par la mise en ligne d'un lexique boursier[397], d'analyses financières destinées à indiquer les causes d'un évènement spécifique ou justifier le bien-fondé d'une opération en cours de préparation par l'émetteur[398]. Par ailleurs, ils peuvent servir à l'entreprise pour communiquer des informations, sans réel caractère financier, mais qui permettent malgré tout d'augmenter sa notoriété, sa valeur, telles que ses stratégies en matière d'environnement ou sa politique de gestion des ressources humaines, etc. Elle a ainsi la faculté de séduire ses internautes et de les inciter à acquérir les instruments financiers qu'elle diffuse[399].

Toutefois, qu'il s'agisse d'informations diffusées sur Internet ou par le biais de supports plus traditionnels, l'aspect marketing ne doit pas nuire à la qualité du contenu du message.

B- Les tempéraments à la fonction *marketing* de l'information

79. Les caractères de l'information financière primant sur son aspect *marketing* : Du fait du renforcement croissant de la protection des investisseurs et de la multiplications des règles en ce sens à charge des émetteurs, il devient de plus en plus difficile pour ces derniers d'adopter un mode de communication propre et original. Afin de rendre l'information davantage accessible, y compris au-delà des frontières nationales, les normes de présentation d'une telle information sont toujours plus

[397] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 68-69.
[398] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *op. cit.*, p. 482.
[399] *Ibid.*

standardisées, laissant de moins en moins de marge aux sociétés comme le constate Jean-Yves LEGER : « […] la règlementation croissante et l'adoption de normes comptables standardisées tendent à encadrer, et donc à homogénéiser de plus en plus les communications. La communication d'entreprise doit donc éviter ces deux écueils et renforcer la 'personnalité de l'entreprise' »[400].

Néanmoins et surtout, une limite fondamentale réside dans le degré de qualité de l'information financière exigé par les autorités nationales. Il convient de rappeler que l'Italie et la France répriment toutes deux, dans un versant pénal et dans un versant administratif, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses[401]. Autrement dit, l'émetteur doit veiller à ne pas induire le public en erreur, malgré sa volonté d'attirer ou de fidéliser les actionnaires. Cette contrainte suppose qu'il conserve un seuil minimal d'objectivité en évitant notamment de publier des prévisions exagérément optimistes dans un prospectus d'information précédant une offre de titres au public ou dans une note d'opération. Cela suppose, d'autre part, une mise à jour permanente des données disponibles, afin que celles-ci restent valides, en particulier lorsqu'elles sont diffusées sur le site de l'émetteur. Enfin, les dirigeants ont tout intérêt à indiquer l'auteur des analyses qu'il choisit de publier sur son site et les liens éventuels qu'ils entretiennent avec celui-ci, afin que les destinataires des données aient connaissance de tous les conflits d'intérêts susceptibles d'altérer la neutralité de la prévision. De cette façon, l'émetteur évitera toute poursuite pour manquement à la bonne information du public[402].

---

[400] Jean-Yves LEGER, *op. cit*, p. 54.

[401] Art. 184 et 187-*ter*, al. 1er, TUF pour l'Italie et art. L. 465-2, al. 2 et 632-1, RG AMF pour la France.

[402] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, pp. 218-219.

80. Conclusion du premier chapitre : L'information financière est à la fois un moyen de protection du public et un outil de communication au service des émetteurs. Elle vise avant tout à garantir un fonctionnement transparent et régulier des marchés financiers, en donnant la possibilité aux investisseurs d'échanger des valeurs en toute connaissance de cause et dans une situation d'équité relative. Cependant, la multiplicité des donnés diffusées ainsi que la complexification des messages conduisent parfois les sociétés à s'adresser en priorité à certaines catégories de personnes, telles que les analystes financiers. De plus, ces dernières étant soumises à une forte concurrence, elles doivent toujours plus se distinguer de leurs rivaux et de ce fait, veiller à ce que leur valeur se reflète bien sur le cours de ses instruments financiers, malgré les nombreux facteurs susceptibles d'altérer le processus de formation des prix.

L'information financière n'est donc plus seulement un ensemble de mesures destinées à garantir l'égalité parfaite des investisseurs, qui reste au demeurant impossible à atteindre ; « la communication financière, c'est aussi la transmission des messages de l'entreprise vers les actionnaires et les investisseurs et les divers autres publics au moyens d'outils sélectionnés pour rendre visible l'entreprise, mettre en avant ses atouts, contribuer à son image positive, dans un environnement concurrentiel »[403].

Au vu de l'ensemble des finalités de l'information financière, qui peuvent parfois se trouver en contradiction, il convient de vérifier que la qualité de celle-ci prime sur tous les autres objectifs afin de maintenir la confiance des investisseurs dans les places boursières. Il est donc nécessaire d'instaurer un contrôle sur l'information financière, dans le but de vérifier que les obligations des sociétés en la matière ne restent pas de vaines prescriptions théoriques.

[403] Jean-Yves LEGER, *op. cit*, p. 38.

CHAPITRE 2
LE RÔLE DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS ET DE LA CONSOB EN MATIÈRE D'INFORMATION FINANCIÈRE

81. Le contrôle par les autorités administratives de l'information financière fournie aux investisseurs : L'article L. 621-1 du Code monétaire et financier explique que « *L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché règlementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille également* ***à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers et d'actifs*** *mentionnés au II de l'article L. 421-1* »[404]. Une mission similaire est attribuée à la Consob par l'article 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière, intitulé « *Finalité et destinataires de la surveillance* »[405]. Ce texte dispose que « *1. Le contrôle exercé sur les activités régies par la présente partie a pour objectifs : a) la sauvegarde de la confiance dans le système financier ; b) la protection des investisseurs ; c) la stabilité et le bon fonctionnement du système financier ; d) la compétitivité du système financier ; e) l'observation des dispositions en matière financière.* [...] *3. Afin de poursuivre les objectifs énoncés à l'alinéa 1er, la Consob est compétente en matière de transparence et de correction des comportements* »[406]. De ces dispositions, il est possible de déduire que l'Autorité des marchés financiers et la Consob, ont en réalité pour rôle de veiller à ce que les investisseurs aient à leur disposition, régulièrement et de façon effective, des informations relatives à l'état financier des sociétés dont les titres sont négociés sur les marchés financiers, ainsi qu'à leur patrimoine, à leurs stratégies commerciales, et à tout autre fait d'importance significative ayant une incidence sur la « vie des affaires » de celles-ci. Elles s'assurent également que tout le public reçoit la même quantité et la

[404] Mis en gras par nous.

[405] Texte original : « *Art. 5 – Finalità e destinatari della vigilanza* ».

[406] Texte original : « 1. *La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. [...] 3. Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti* » (art. 5, TUF).

même qualité d'information en vertu du principe d'égalité d'accès des investisseurs à l'information financière. Elles favorisent de ce fait le développement des marchés financiers, en garantissant leur bon fonctionnement, la transparence et la qualité de l'information donnée aux investisseurs[407]. Les autorités de marché sont donc des destinataires naturels, évidents, de la communication financière des émetteurs[408].

La réalisation de leurs missions par l'Autorité des marchés financiers et la Consob se décline en plusieurs aspects : en premier lieu, elles édictent les obligations des émetteurs et de leurs dirigeants en matière d'information financière ; en deuxième lieu, elles vérifient que ces derniers ont satisfait à ces prescriptions et que l'information fournie au marché remplit les critères imposés par les dispositions légales et règlementaires ; en troisième et dernier lieu, elles pallient les insuffisances des émetteurs soit en utilisant leur pouvoir d'injonction, soit en diffusant elles-mêmes les informations omises (Section 1).

De plus, afin que l'Autorité des marchés financiers et la Consob puissent accomplir leurs missions en matière d'information financière de façon efficace, les législateurs français et italien ont créé de nombreuses infractions pénales et manquements administratifs destinés à sanctionner les personnes qui entravent l'exercice de leurs pouvoirs (Section 2).

Section 1. Les modalités du contrôle de l'information financière exercé par l'Autorité des marchés financiers et la Consob

82. La multiplicité des pouvoirs des autorités administratives de surveillance des marchés financiers : Pour réaliser les missions qui leur incombent, l'Autorité des

[407] V. en ce sens Nathalie DECOOPMAN, Régis VABRES et Alexandra THIL qui affirment que « Le contrôle des informations répond aux trois missions de l'AMF : **veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés financiers.** Ces trois missions peuvent se fondre dans un seul objectif : **le développement du marché financier.** Cet objectif suppose la confiance des investisseurs, laquelle implique notamment qu'ils soient correctement informés, que ce soit à l'occasion des opérations financières, lors de la publication des comptes ou encore à l'occasion de tout événement frappant l'émetteur. Outre le respect des règles législatives et réglementaires relatives à l'information des actionnaires, un principe paraît guider l'Autorité des marchés financiers : l'égalité d'information des investisseurs » (mis en gras par nous), *in* « Autorité des marchés financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, cote 01,2012, 14 nov. 2011, §4 ; v. également Paolo BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, Giuffrè editore, 2nda ed., 2006, p. 57.

[408] V. en ce sens Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 48.

marchés financiers et la Consob disposent depuis longtemps de nombreux pouvoirs contraignants. Ces derniers leur permettent de contrôler le processus d'information financière dans son intégralité, de la formulation des règles qui régissent la matière à la sanction de leur non-respect. Ces pouvoirs ont été amplement étendus pour l'autorité française avec la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires[409]. C'est pourquoi il est possible d'affirmer que les deux autorités sont à la fois des autorités de régulation avec un pouvoir de règlementation.

La régulation, en matière économique, s'entend de « l'action économique mi-directive mi corrective d'orientation, d'adaptation et de contrôle exercée par des autorités (dites de régulation) sur un marché donné (ou secteur) qui, en corrélation avec le caractère mouvant, divers et complexe de l'ensemble des activités dont l'équilibre est en cause, se caractérise par sa finalité, la flexibilité de ses mécanismes et sa position à la jointure de l'économie et du droit en tant qu'action régulatrice elle-même soumise au droit et à un contrôle juridictionnel »[410]. L'Autorité des marchés financiers et la Consob exercent de façon incontestable une telle fonction. Elles tiennent leurs pouvoirs de la loi, puisque ce sont biens les législateurs français et italien qui leur ont conféré leurs pouvoirs. Leur rôle principal est d'orienter l'activité des émetteurs et les pratiques des professionnels des marchés par le biais de recommandations, instructions ou positions pour s'assurer d'un fonctionnement efficace et régulier des marchés financiers. L'un des moyens de cette régulation est le pouvoir de règlementer ce secteur, mais il n'est pas le seul : les pouvoirs d'injonction, de correction et de sanction participent également de la régulation des plateformes de négociation des valeurs mobilières.

Les prérogatives des autorités de marché seront étudiées successivement, en commençant par le pouvoir règlementaire des autorités (Paragraphe 1), puis en passant par les pouvoirs de contrôle et d'enquête (Paragraphe 2), pour finir par les pouvoirs d'injonction et de sanction (Paragraphe 3)[411]. L'étude de l'ensemble de ces prérogatives conduira à mettre en lumière la fragmentation de la matière, tant en France qu'en Italie,

---

[409] Loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0264 du 14 nov. 2013, p. 18451.

[410] Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 9° éd., 2012, V° « Régulation », p. 792.

[411] Seuls les pouvoirs seront exposés. Il ne convient pas ici de traiter des garanties procédurales dont bénéficient les sujets à l'encontre desquels les autorités exercent leurs prérogatives. Ces développements seront abordés dans le chapitre consacré au renforcement des droits de la défense dans les procédures administratives de répression.

ce qui amènera à proposer une réorganisation des dispositions concernées (Paragraphe 4).

Paragraphe 1. Le pouvoir règlementaire de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob

83. L'édiction par les autorités de marché des règles relatives à l'information financière destinées aux émetteurs et à leurs dirigeants : Le pouvoir de règlementer correspond à la possibilité pour un sujet de « soumettre à des règles, régir, assujettir »[412]. Si la Commission française des opérations boursières ne possédait pas initialement le pouvoir d'édicter des normes, la Consob italienne en a tout de suite été dotée. L'organe français disposait seulement d'une prérogative limitée, qui consistait en la possibilité de proposer « *des modifications des lois et règlements concernant* ***l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public****, les bourses de valeur et le statut des agents de change* »[413]. Ce n'est que par la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985[414] que la Commission des opérations boursières a obtenu un pouvoir règlementaire, par l'insertion d'un article 4-1 au sein de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967. Ce texte disposait que « *Pour l'exécution de sa mission, la commission peut prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle, ou prescrivant des règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux personnes faisant publiquement appel à l'épargne, ainsi qu'aux personnes qui, à raison de leur activité professionnelle, interviennent dans des opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne ou assurent la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres* ».

En Italie, il n'existait pas de disposition aussi générale relativement à la Consob, bien que les lois n° 216/1974 du 17 juin 1974[415] et n° 157/1991 du 17 mai 1991[416] faisaient

---

412 Gérard CORNU, *op. cit.*, V° « Réglementer », p. 791.

413 Mis en gras par nous. Art. 4, al. 2 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 29 sept. 1967, p. 9589.

414 Loi n° 85-1321 du 14 déc. 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créance négociables, des sociétés et des opérations de bourse, *J.O.R.F.* du 15 déc. 1985, p. 14598.

415 Legge del 7 giugno 1974, n. 216/1974, « istitutiva della Consob », *G.U.* n. 149 del 8 giugno 1974.

416 Legge del 17 maggio 1991, n. 157/1991, « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le Società e per la Borsa », *G.U.* n. 116 del

référence à ce pouvoir règlementaire. A titre d'exemple, le premier texte, dans son article 4 relatif au compte de bilan, expliquait que la communication annuelle de ce document devait être effectuée « *dans les délais et selon les modalités fixés par la Consob* »[417]. De même, l'article de la seconde loi prévoyait que « *Par le biais du même règlement la CONSOB fixe les modalités, les délais et les conditions de l'information au public relative aux nouvelles, aux faits, aux statistiques et aux études concernant les sociétés cotées, les établissements qui les contrôlent ou qui leur sont liés […], même s'ils ne sont pas eux-mêmes cotés, dès lors qu'ils possèdent un intérêt pour les associés, pour les épargnants et pour le fonctionnement régulier des marchés* »[418].

Encore aujourd'hui, les dispositions relatives au pouvoir règlementaire de la Consob demeurent dispersées dans le texte unique en matière d'intermédiation financière du 24 février 1998[419] et restent spécifiques à des matières déterminées. Au contraire, en ce qui concerne l'Autorité des marchés financiers française, les textes à caractère général sont regroupés au sein des articles L. 621-6 à L. 621-7-2 du Code monétaire et financier. Ces articles concernent principalement toutes les questions ayant trait à l'organisation et au fonctionnement des plateformes de négociation d'instruments financiers, y compris à l'information des personnes qui opèrent ou sont susceptibles d'intervenir sur ces dernières. Par conséquent, il convient de se demander si les législations française et italienne présentent des différences significatives en matière de pouvoir normatif des autorités de contrôle des marchés et si, le cas échéant, les divergences sont un obstacle à l'efficacité du contrôle de l'information financière en Europe ou s'il est pertinent que l'un des deux États inspire l'autre.

---

20 maggio 1991 ; legge del 18 febb. 1992, n. 149 « Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli », *G.U.* n. 43 del 21 febb. 1992.

[417] Texte original : « *con le modalità e nei termini stabiliti dalla Commissione* » (art. 4, al. 1 et 2, l. n. 216/1974 précitée).

[418] Texte original : « *Con lo stesso regolamento la CONSOB stabilisce le modalità, i termini e le condizioni dell'informativa al pubblico su tutte le notizie, i fatti, le statistiche e gli studi concernenti le società quotate e le loro controllanti, controllate o comunque collegate ai sensi del titolo I della legge 10 ottobre 1990, n. 287, ancorché non quotate, che abbiano un interesse per i soci, per i risparmiatori e per il corretto funzionamento del mercato* » (art. 6, l. n. 157/1991 précitée).

[419] D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge n. 52 del 6 febbraio 1996 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998.

84. Quelques exemples significatifs du pouvoir règlementaire de la Consob : Les prescriptions en matière d'information financière, imposées par les directives communautaires *Transparence*[420] et *Prospectus*[421], sont instituées dans chaque État membre de l'Union européenne par les autorités administratives indépendantes en charge la surveillance des marchés financiers, selon les modalités et dans les limites posées par les législateurs nationaux. En Italie, pour commencer, l'article 79-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière sur les « *Prérequis de transparence* »[422] donne à la Consob, « *afin de garantir l'intégration effective des marchés et le renforcement de l'efficacité du processus de formation des prix* »[423], le pouvoir d'instituer les règles de transparence concernant les périodes précédant et suivant immédiatement les opérations ayant pour objet des actions négociées sur les marchés règlementés, sur les systèmes multilatéraux de négociation ou par le biais des internalisateurs systématiques.

Ensuite, l'article 113 du même texte désigné « *Admission aux négociations d'instruments financiers communautaires* »[424], prévoit dans son troisième alinéa que « *1. Avant la date fixée pour le début des négociations des instruments financiers communautaires sur un marché règlementé l'émetteur ou la personne qui demande l'admission aux négociations publie un prospectus. [...] 3. La Consob: a) détermine par le biais d'un règlement les modalités et les délais de publication du prospectus et des éventuels suppléments en prévoyant des dispositions spécifiques dans les cas où l'admission aux négociations sur un marché règlementé est précédée d'une offre au public ; b) détermine par le biais d'un règlement la langue à utiliser dans le prospectus pour l'admission aux négociations des instruments financiers ; c) peut identifier par le biais d'un règlement les cas dans lesquels l'obligation de publication du prospectus prévue au premier alinéa ne s'applique pas ; d)*

---

[420] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[421] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[422] Texte original : « *Art. 79-bis – Requisiti di trasparenza* ».

[423] Texte original : « *al fine di garantire l'effettiva integrazione dei mercati e il rafforzamento dell'efficacia del processo di formazione dei prezzi* » (art. 79-*bis*, al. 1er, TUF).

[424] Texte original : « *Art. 113 – Ammissioni alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari* ».

régit l'obligation de déposer auprès de la Consob un document concernant les informations publiées par les émetteurs ou mises à la disposition du public au cours de l'année ; [...] »[425]. La Consob doit également établir des règles similaires de publication dans d'autres cadres, tels que l'admission aux négociations de parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières[426], la publication de l'information règlementée[427] et des informations privilégiées[428], ou encore l'attribution d'instruments financiers à des dirigeants, collaborateurs et employés de l'émetteur[429].

85. Quelques illustrations du pouvoir règlementaire de l'Autorité des marchés financiers : De son côté, l'article 412-1, I du Code monétaire et financier français prévoit que toute offre au public d'instruments financiers ou toute admission aux négociations sur un marché règlementé doit être précédée d'une mise à la disposition du public d'« *un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération* ». Les modalités de présentation et les délais de communication de ce document sont fixés par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers[430]. Ce même texte doit indiquer sur quels sujets pèsent ces obligations, mais aussi ceux auxquels ces dernières ne s'appliquent pas[431].

Le second paragraphe de cet article fait également référence aux dispositions que doit contenir le règlement général relativement aux obligations d'information grevant les émetteurs dont les titres sont négociés hors les marchés règlementés, en particulier

---

[425] Texte original : « *1. Prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari comunitari in un mercato regolamentato l'emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni pubblica un prospetto. [...] 3. La Consob: a) determina con regolamento le modalità e i termini di pubblicazione del prospetto e di eventuali supplementi dettando specifiche disposizioni per i casi in cui l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato sia preceduta da un'offerta al pubblico; b) determina con regolamento la lingua da utilizzare nel prospetto per l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari; c) può individuare con regolamento in quali casi non si applica l'obbligo di pubblicazione del prospetto previsto al comma 1; d) disciplina l'obbligo di depositare presso la Consob un documento concernente le informazioni che gli emittenti hanno pubblicato o reso disponibili al pubblico nel corso di un anno;* [...] » (art. 113, al. 3, TUF).

[426] Art. 113-*bis*, al. 2, TUF.

[427] Art. 113-*ter*, al. 3, TUF.

[428] Art. 114, al. 1er, TUF.

[429] Art. 114-*bis*, al. 3, TUF.

[430] Art. 211-1 s., RG AMF.

[431] Art. 211-1, RG AMF.

lorsque ces derniers sont échangés sur un système multilatéral de négociation « *qui se soumet aux dispositions législatives ou règlementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations* ».

Plus généralement, l'Autorité des marchés financiers, par le biais de son règlement général, établit les règles de diffusion de l'information règlementée[432], les modalités de déclaration de franchissement des seuils[433], les formes des déclarations d'intention et de changement d'intention[434], les dispositions relatives à l'information des investisseurs en matière de commercialisation de fonds d'investissement alternatifs[435], etc.

86. La proportionnalité de la densité de l'information financière à l'intensité de la règlementation du marché qu'elle concerne : L'étude de ces textes conduit à procéder à deux constats. D'une part, elle met en évidence le lien étroit qui unit les dispositions sanctionnant les abus de marché et l'information financière, en tant qu'outil de prévention de ces infractions. Comme cela a été précisé en introduction, ce sont les marchés règlementés qui ont été les premiers protégés face aux opérations d'initié, aux manipulations de cours et aux diffusions d'informations fausses. D'autre part, les systèmes multilatéraux de négociation organisés au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, qui entrent dans le champ d'application de la répression administrative des abus de marché[436], sont soumis à des obligations d'information renforcées par rapport aux systèmes multilatéraux non organisés[437]. C'est le cas, par exemple, d'Alternext dont les règles d'organisation et de fonctionnement ont été approuvées par l'autorité française de régulation des marchés financiers grâce à une décision du 3 mai 2005[438]. Autrement dit, il y a une corrélation entre le degré d'organisation d'un marché déterminé, la quantité d'obligations à charge des émetteurs

---

[432] Art. 212-1 s., RG AMF.

[433] Art. 223-14 s., RG AMF.

[434] Art. 223-17 s., RG AMF.

[435] Art. 421-34 s., RG AMF

[436] Art. 631-1, 1°), *b*), RG AMF.

[437] V. en ce sens Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 62 ss.

[438] Déc. AMF du 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternex, *BALO* 3 juin 2005, pp. 16028-16032.

dont les titres sont négociés sur ce marché et l'importance de la protection accordée aux investisseurs contre les infractions qui pourraient être commises sur celui-ci.

L'analyse systémique des dispositions françaises et italiennes à peine évoquées vient renforcer ce constat. D'une part, le second titre intitulé « *Les plateformes de négociation* » du quatrième livre de la partie législative du Code monétaire et financier relatif aux « *Marchés* », classe les marchés financiers par degré décroissant de règlementation, en commençant par les marchés règlementés. Au fur et à mesure que la discipline s'allège, le nombre de règles consacrées à l'information financière du public diminue aussi. De plus, l'article 412-1 relatif à l'offre au public de titres financiers, constitue la première disposition d'un chapitre second intitulé « *Dispositions générales* », contenu dans le titre premier consacré aux « *Opérations* » du même quatrième livre. Il s'applique donc à la fois aux marchés règlementés[439] et aux systèmes multilatéraux de négociation[440]. D'autre part, l'article 79-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière italien introduit le chapitre 2-*bis* désigné par l'expression « *Dispositions communes* »[441], du titre premier dédié à « *L'encadrement des marchés* »[442]. Il concerne les « *Qualités de la transparence* »[443], applicables à la fois aux marchés règlementés (chapitre premier du même titre) et aux systèmes de négociation autres que les marchés règlementés (chapitre second du même titre).

À ces dispositions générales, dans les deux pays s'ajoutent des textes qui prescrivent des obligations d'information supplémentaires pour les émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur un marché règlementé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée[444]. Enfin, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers témoigne lui aussi de l'importance primordiale des règles d'information relatives aux marchés règlementés, puisque ce sont

---

[439] Ceux-ci sont régis par les articles L. 421-1 et suivants de Code monétaire et financier.

[440] Ces marchés se voient appliqués les articles L. 424-1 et suivants du même code.

[441] Texte original : « *Capo II-bis – Disposizioni communi* ».

[442] Texte original : « *Titolo I – Disciplina dei mercati* ».

[443] Texte original : « Requisiti della trasparenza » (intitulé de l'art. 79-*bis*, TUF).

[444] Cf. par exemple, les articles 113 et suivants du texte unique en matière d'intermédiation financière italien qui concernent les prescriptions regardant les instruments admis aux négociations sur un marché réglementé, les articles L. 433-1 à L. 433-5 du Code monétaire et financier relatifs aux informations que l'émetteur doit communiquer dans le cadre des opérations spécifiques aux marchés réglementés, ou encore les articles L. 451-1-2 à L. 451-5 du même code contenant les règles applicables en matière de « *Transparence des marchés* » (nom du chapitre premier regroupant ces dispositions) et contribuant à « *La protection des investisseurs* » (intitulé du cinquième titre dans lequel est inséré ce chapitre), qui visent avant tout les sociétés cotées sur des marchés réglementés.

celles qui sont énoncées avant toute autre au sein de ce texte[445]. De même, la définition de l'information règlementée contenue à l'article 221-1 du règlement général fait référence aux seuls émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché règlementé, tout comme les dispositions suivantes d'ailleurs. Il est donc indéniable que plus un marché est soumis au contrôle des autorités administratives indépendantes, plus les prescriptions en matière de communication financière sont contraignantes et plus la protection des investisseurs est renforcée.

En conclusion, il est possible de remarquer en France comme en Italie la même intensification des normes édictées par les autorités de régulation des marchés, parallèlement à l'augmentation du degré d'organisation de ces derniers. Celles-ci couvrent tous les aspects de la transparence financière. Ainsi, dans les deux pays, le cadre normatif est fondé sur un noyau de règles minimales applicables à toutes les plateformes, complétées petit à petit par des dispositions supplémentaires jusqu'aux mesures les plus contraignantes pour les marchés règlementés. Toutefois, les autorités de régulation des marchés financiers ne se limitent pas à édicter des règles pour les émetteurs et leurs dirigeants ; elles vérifient également que ceux-ci s'acquittent de leurs obligations.

Paragraphe 2. Les pouvoirs de contrôle et d'enquête de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob

87. La distinction entre les missions de surveillance, de contrôle et d'enquête : Ces trois tâches différentes constituent des cadres d'action divers pour l'Autorité des marchés financiers, en ce sens qu'ils lui permettent de mettre en œuvre des prérogatives d'un degré de coercition croissant. Les agents en charge des missions de surveillance ne disposent donc pas des mêmes facultés que ceux qui diligentent les enquêtes.

Comme cela a été indiqué précédemment[446], l'article 5, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière italien décline les différents aspects de la fonction de « surveillance » attribuée à la Consob en précisant que « *1. Le contrôle exercé sur les activités régies par la présente partie a pour objectifs : a) la sauvegarde de la confiance dans le système financier ; b) la protection des investisseurs ; c) la stabilité et le bon*

[445] Art. 212-1 s., RG AMF.

[446] Cf. § 82, pp. 180-182 des présents travaux.

fonctionnement du système financier ; d) la compétitivité du système financier ; e) l'observation des dispositions en matière financière »[447]. Plus précisément, la Consob doit veiller à la « *transparence* » et à la « *correction des comportements* » des opérateurs[448]. En revanche, le Code monétaire et financier français, s'il consacre une sous-section à la « *veille et surveillance* » des marchés, il ne définit pas cette mission. La même absence peut être constatée au sein du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. *A priori*, et selon les explications fournies par certains auteurs[449], la surveillance des marchés financiers et des professionnels consiste à analyser l'ensemble des transactions réalisées sur les différents marchés tant par les émetteurs que par les prestataires de service d'investissement, afin de d'identifier des « anomalies », c'est-à-dire des comportements suspects qui pourraient représenter des indices d'opérations d'initiés ou de manipulation de marché par exemple. Elle est mise en œuvre grâce à des systèmes informatiques et des logiciels qui ont la capacité de détecter les mouvements de valeurs mobilières douteux. Dans ce cadre, l'Autorité des marchés financiers dispose d'un pouvoir de « *se faire communiquer, par les personnes ou entités* [placées sous sa surveillance], *tous documents ou informations, quel qu'en soit le support, utiles à l'exercice de sa mission de veille et de surveillance* »[450]. Un pouvoir similaire est attribué à la Consob par l'article 8, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière pour ce qui concerne les sujets soumis à sa surveillance[451]. L'autorité italienne peut également adresser de telles requêtes aux contrôleurs légaux des comptes[452]. De même, l'article 7 de ce texte permet à la Consob de convoquer les dirigeants d'une personne morale afin de vérifier qu'elle opère de façon conforme aux règles posées par cette autorité.

---

[447] Texte original : « 1. *La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria* » (art. 5, al. 1er, TUF).

[448] Texte original : « *Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda* ***la trasparenza*** *e* ***la correttezza*** *dei comportamenti* » (mis en gras par nous, art. 5, al. 3, TUF).

[449] V. pour exemple Nicole DECOOPMAN, Régis VABRES et Alexandra THIL, « Autorité des marchés financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, cote 01,2012, 14 nov. 2011, § 76.

[450] Art. L. 621-8-4, C. mon. fin.

[451] Cet article dispose que « *La Banca d'Italia e la Consob possono chiedere, nell'ambito delle rispettive competenze, ai soggetti abilitati la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalle stesse stabiliti* ».

[452] Art. 8, al. 3, TUF.

Quant à la mission de contrôle, l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier dispose que l'autorité française « […] *veille à la régularité des opérations effectuées sur des instruments financiers lorsqu'ils sont offerts au public et sur des instruments financiers et actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 admis aux négociations sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou règlementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations* ». Cette fois-ci, l'article 10 du texte unique en matière d'intermédiation financière, qui énonce les pouvoirs attribués à la Consob dans le cadre de sa mission de contrôle, ne précise pas en quoi cette dernière correspond. Cette seconde fonction réside principalement dans des vérifications opérées chez les émetteurs et chez les prestataires de service d'investissement, par la consultation de documents pour s'assurer qu'ils obéissent à tous les impératifs qui s'imposent à eux, notamment en matière d'information financière.
Enfin, l'enquête est diligentée en cas de suspicion d'abus de marché ou de manquement des professionnels aux règles qui régissent leurs activités. Nicolas RONTCHEVSKY distingue particulièrement bien les missions de contrôle et d'enquête en précisant que « Les contrôles tendent à s'assurer du respect de leurs obligations professionnelles par les prestataires placés sous la surveillance de l'Autorité des marchés financiers (C. mon. fin., art. L. 621-9 et s. et C. mon. fin., art. R. 621-32 et s.). L'objet des enquêtes est plus large dans la mesure où il vise les faits commis par toute personne, susceptibles de constituer un abus de marché ou, plus généralement, un manquement de nature à porter atteinte à la protection et à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement du marché (C. mon. fin., art. L. 621-9) »[453].

88. Le contrôle par les autorités de marché de l'exécution de leurs obligations en matière d'information financière par les émetteurs et leurs dirigeants : La possibilité pour la Consob et par l'Autorité des marchés financiers de vérifier que les débiteurs de ces obligations les ont exécutées est expressément prévue par les textes. Il s'agit d'un rôle majeur pour ces deux organes[454]. Concernant l'autorité italienne, l'article 8 du texte unique en matière d'intermédiation financière énonce de façon

[453] Nicolas RONTCHEVSKY, « Le délit d'obstacle et le manquement d'entrave aux enquêtes de l'autorité des marchés financiers », *Lamy Droit pénal des affaires*, 2015, § 2185, p. 793.
[454] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 20.

générale dans son alinéa premier que « *La Banque d'Italie et la Consob peuvent demander, dans le cadre de leurs compétences respectives, aux sujets habilités que soient communiquées des données et informations et transmis des actes et documents selon les modalités et dans les délais fixés par elles* »[455]. De façon plus précise, l'article 115, alinéa 1er du même texte dote la Consob de divers pouvoirs « *afin de contrôler l'exactitude des informations fournies au public* »[456]. Cette disposition rappelle l'article L. 621-18 du Code monétaire et financier français qui dispose en son premier alinéa que « *L'Autorité des marchés financiers* ***s'assure que les publications prévues*** *par les dispositions législatives ou règlementaires sont régulièrement effectuées par les émetteurs mentionnés à l'article L. 451-1-2 ou les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou règlementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations »*[457] et dont le deuxième alinéa énonce que cette même autorité *« vérifie* ***les informations que ces émetteurs publient*** »[458].

Afin de pouvoir accomplir leur mission, la Consob et l'Autorité des marchés financiers se sont donc vues attribuer des pouvoirs identiques tels qu'obtenir la communication de tout document ou de toute information utile[459], procéder à des visites au sein des émetteurs[460] pour contrôler certains documents et en obtenir copie[461], convoquer et entendre toute personne susceptible d'être informée sur les faits[462], etc. Ils sont attribués dans le cadre de la mission générale de surveillance des marchés par les autorités administratives indépendantes[463], et souvent réitérés lorsqu'il s'agit pour elles de veiller au respect des règles finalisées à la prévention et à la détection des abus de

---

455 Texte original : « *La Banca d'Italia e la Consob possono chiedere, nell'ambito delle rispettive competenze, ai soggetti abilitati la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalle stesse stabiliti* » (art. 8, al. 1er, TUF).

456 Texte original : « *al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico* » (art. 115, al. 1er, TUF).

457 Mis en gras par nous.

458 Mis en gras par nous.

459 Art. L. 621-10, al. 1er, et 621-18, al. 2, C. mon. fin., ainsi que 143-2 RG AMF pour la France ; et art. 115, al. 1, *a*) et 187-*octies*, al. 3, *a*), TUF, pour l'Italie.

460 Art. L. 621-12, C. mon. fin. et art. 187-*octies*, al. 3, *e*), TUF.

461 Art. 10 et 115, al. 1er, *c*), TUF.

462 Art. L. 621-10, al. 2, C. mon. fin. et art. 187-*octies*, al. 3, *c*), TUF.

463 Art. L. 621-10, C. mon. fin. et 143-1, RG AMF ; art. 91 et 115, TUF. L'article 91 explique que les pouvoirs conférés à la Consob par les dispositions contenues dans la section que ledit article introduit, sont finalisés à la protection des investisseurs, ainsi qu'à l'efficacité et à la transparence des marchés et du contrôle exercé sur les sociétés.

marché[464]. De même, ces prérogatives sont souvent déclinées en fonction de la plateforme de négociation qu'elles concernent (marchés règlementés, plateformes réservées aux actifs relatifs aux quotas d'émission à effet de serre, systèmes multilatéraux de négociation, etc.) ou de l'actif objet des échanges. Une telle réalité contribue à multiplier les règles applicables et à les disperser au sein de la règlementation. Enfin, elles sont encore énumérées lorsque la règlementation fait référence au contrôle du contenu de documents particuliers tel que le prospectus à diffuser avant tout offre au public de titres financiers[465] ou à la délivrance d'un agrément.

Paragraphe 3. Les pouvoirs d'injonction et de sanction

89. Les pouvoirs d'injonction et de modification des autorités de surveillance des marchés : L'Autorité des marchés financiers a la possibilité d'obliger les émetteurs à communiquer des renseignements complémentaires dans les cas où des données importantes ont été omises, ou encore la faculté de procéder elles-mêmes à ces corrections[466]. La Consob dispose de la même prérogative dans le cadre d'un manque d'information caractérisant le prospectus à diffuser en cas d'offre au public de titres[467] et pour les rapports financiers annuels des émetteurs dont les titres financiers sont négociés sur un marché règlementé[468]. De plus, l'autorité française a le pouvoir de publier les observations qu'elle a formulées relativement un émetteur ayant communiqué des informations au public[469].

Son pouvoir d'injonction est prévu par l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier qui dispose que « *Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications,* ***ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des règlements européens****, des dispositions législatives ou règlementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de*

[464] Art. L. 621-12 et L. 621-18, C. mon. fin. et 187-*octies*, TUF.

[465] Art. 412-1, C. mon. fin. et 212-20 s., RG AMF pour la France ; art. 94 et 94-*bis* TUF et art. 8, Règlement « Émetteurs » pour l'Italie.

[466] Art. L. 621-18, al. 3, C. mon. fin.

[467] Art. 94, al. 5, TUF.

[468] Art. 154-*ter*, al. 7, TUF.

[469] Art. L. 621-18, al. 4, C. mon. fin.

fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Ces décisions peuvent être rendues publiques »[470]. La Consob possède le même pouvoir de demander aux contrevenants de faire cesser les violations du texte unique en matière d'intermédiation financière et les transgressions de ses propres normes[471].

90. Le pouvoir de sanction des autorités administratives : La Consob bénéficie d'un pouvoir de sanction prévu aux articles 187-*bis* et suivants du texte unique en matière d'intermédiation financière : il lui permet de réprimer tous les manquements des émetteurs et autres professionnels aux dispositions respectives qui régissent leurs activités et l'ensemble de la législation en matière financière[472], mais aussi et surtout les abus de marché commis par quiconque[473]. L'Autorité des marchés financiers tire quant à elle son pouvoir de sanction de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier : elle peut l'exercer à l'encontre des sujets qui sont soumis à sa surveillance, mais également à l'égard de toute personne qui commet un abus de marché, ou qui adopte une conduite qui porte atteinte à la transparence ou au fonctionnement régulier des marchés et à la confiance des investisseurs[474].

L'existence de ces prérogatives constitue un réel atout pour les autorités de régulation des marchés qui peuvent ainsi exercer une surveillance concrète et en temps réel sur l'information diffusée aux investisseurs existants ou potentiels. Cependant, afin que l'effectivité de leurs missions de contrôle soit renforcée, les législateurs français et italien leur ont affecté une protection particulière.

Paragraphe 4 : Réorganisation des dispositions en matière de pouvoirs des autorités de surveillance des marchés

91. La dissémination des pouvoirs des autorités administratives au sein de la règlementation : Deux constats peuvent être tirés de l'étude des pouvoirs des autorités

[470] Mis en gras par nous.
[471] Art. 187-*octies*, al. 7, TUF.
[472] Art. 187-*octies*, TUF.
[473] Art. 187-*bis* et 187-*ter*, TUF.
[474] La procédure de sanction sera étudiée au sein du chapitre consacré au renforcement des droits de la défense dans les procédures administratives de répression.

administratives indépendantes française et italienne. D'une part, elles sont dotées des mêmes pouvoirs ce qui démontre le consensus européen, traduit dans les nombreux règlements et directives pris en la matière, quant au rôle fondamental joué par ces institutions en matière d'information financière. D'autre part, il est une caractéristique très présente au sein des deux législations qui réside dans une absence de rationalisation de la matière, en ce sens que les trois cadres d'action de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob ne sont pas tous définis et que les pouvoirs attachés à ces missions se retrouvent disséminés dans de nombreux textes : en France, dans le Code monétaire et financier et le règlement général de l'autorité française et en Italie, dans le texte unique en matière d'intermédiation financière et le règlement « Émetteurs ». Certains pouvoirs peuvent être exercés tant lors de l'exercice des fonctions de surveillance ou de contrôle que durant les enquêtes des autorités, et les dispositions les prévoyant se trouvent multipliées afin de couvrir leurs différents cadres d'action. Ainsi, la complexité et la technicité du contrôle des marchés financiers et de la transparence informationnelle ressortent clairement de cet amas de normes, que les législateurs et autorités de régulation français et italiens ont tenté d'organiser comme ils pouvaient. Une simplification de ce cadre serait donc opportune.

92. La proposition d'une réorganisation des missions de surveillance, de contrôle et d'enquête de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob : Il est certain qu'aucun des États dont le système est étudié ne pourrait inspirer l'autre du fait du morcellement caractérisant les deux règlementations. Le considérant n° 62 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 dit « règlement relatif aux abus de marché »[475] précise relativement aux pouvoirs des autorités administratives de surveillance et de régulation des marchés que « *L'efficacité de la surveillance est assurée si les autorités compétentes de chaque État membre sont dotées d'un ensemble d'outils, de compétences et de ressources adéquats. Par conséquent, le présent règlement prévoit en particulier un ensemble minimal de pouvoirs de surveillance et d'enquête que les autorités compétentes des États membres devraient se voir conférer au titre du droit national. Ces pouvoirs devraient s'exercer, lorsque le droit national l'exige, sur demande auprès des*

[475] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

autorités judiciaires compétentes ». Les prérogatives imposées par la règlementation européenne sont énumérés à l'article 23 dudit règlement et correspondent à ceux sont à présent dotés l'Autorité des marchés française et la Consob italienne. La disposition précitée paraît confirmer que toutes les autorités nationales ne disposent pas encore nécessairement de toutes les facultés de nature à les mettre en mesure d'assurer leur mission à l'égard des investisseurs et de la transparence des marchés financiers. Les propositions émises dans ce cadre pourront ainsi certainement être transposées dans l'ensemble des États membres de l'Union européenne.

93. Un critère d'organisation des pouvoirs en fonction des cadres d'action de l'autorité administrative : Une solution pourrait consister à définir en premier lieu les trois notions de surveillance, contrôle et enquête. Les dispositions relatives à ces missions seraient contenues dans un texte émanant du législateur puisque les autorités administratives indépendantes tiennent leurs pouvoirs de la loi. En second lieu, seraient énumérés les pouvoirs attachés à chacune de ces fonctions : il semblerait acceptable de confier à nouveau cette tâche au législateur, notamment à l'égard des pouvoirs d'enquête, puisque dans ce cadre, ces derniers s'avèrent souvent très intrusifs et parce qu'une telle procédure peut donner lieu à une notification de griefs, suivie de sanctions éventuelles qui peuvent être très sévères[476]. Ainsi, les mesures moins contraignantes pourraient être mises en œuvre dans les trois cadres d'action des autorités, alors que les plus coercitives seraient réservées au seul cadre d'enquête. Les autorités administratives pourraient quant à elles fixer les modalités d'exercice de ces pouvoirs, telles que les règles de répartition des missions entre leurs agents, les modalités de désignation des personnes en charge des contrôles ou des enquêtes, etc.

94. Le rejet des autres critères : Vu la généralité des missions attribuées aux autorités de régulation des marchés telles que l'Autorité des marchés financiers et la Consob, qui résident dans la protection des investisseurs et épargnants, et dans le fonctionnement efficace, régulier et transparent des marchés financiers, il ne semble pas judicieux d'organiser les dispositions en matière de pouvoirs des autorités en fonction des personnes à l'encontre desquelles ils pourraient être exercés, c'est-à-dire en tenant

[476] Cf. les articles L. 621-15 du Code monétaire et financier français et 187-*bis* et suivants du texte unique en matière d'intermédiation financière.

compte de la qualité de professionnel ou non de cette personne. Une telle solution semble d'autant moins opportune qu'à l'égard des abus de marché, toute personne peut faire l'objet de poursuites du fait du caractère général de ces manquements. Dans le même sens, l'objet de la surveillance, du contrôle ou de l'enquête, c'est-à-dire l'instrument financier ou l'entité sans considération du marché sur lesquels sont négociés les actifs qu'elle propose au public ou de la nature de ces biens ou valeurs, semble avoir peu d'intérêt. Il est vrai les obligations à charge des émetteurs augmentent avec le degré de règlementation des marché et que de ce fait, les missions exercées par les autorités sont également plus ou moins approfondies. Un dernier argument paraît conforter le fait de faire abstraction du marché concerné : il s'agit de l'extension récente par le règlement européen du 16 avril 2014[477] de la répression des abus de marché aux systèmes multilatéraux de négociation et aux systèmes organisés de négociation[478]. Ainsi, les pouvoirs exercés dans le cadre des trois fonctions de surveillance, contrôle et enquête seront les mêmes quel que soit le marché ou l'actif concerné, mais ces prérogatives seront adaptées en fonction du degré de règlementation applicable à ce marché ou à cet actif.

95. Les modifications structurelles proposées : Voici un exemple de ce que pourrait être la structure de la section consacrée aux pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers au sein du Code monétaire et financier :

« **Section 4** : Pouvoirs

Sous-section 1 : Règlementation et décisions (Articles L. 621-6 à L. 621-7-2)

Sous-section 2 : Autorisation de certaines opérations portant sur des instruments financiers (Articles L. 621-8 à L. 621-8-3)

Sous-section 3 : Missions de surveillance, de contrôle et d'enquête (Art. L. 621-9 à L. 621-11)

Sous-section 4 : Champ d'application

Sous-section 5 : Pouvoirs communs

---

[477] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[478] Art. 2 du règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) précité.

Sous-section 6 : Pouvoirs supplémentaires en cas de contrôle et d'enquête

Sous-section 7 : Pouvoirs spécifiques aux enquêtes

Sous-section 8 : Sanctions

Sous-section 9 : Déclaration d'opérations suspectes

Sous-section 10 : Coopération avec les autres autorités ».

La sous-section 3 contiendrait trois articles contenant chacun une définition relative aux notions de surveillance, contrôle et enquête. La n° 4 indiquerait la liste des personnes à l'égard desquelles l'Autorité des marchés financiers est susceptible d'agir, en distinguant les missions et les contrôles pouvant être mis en œuvre à l'encontre de catégories déterminées et la mission d'enquête qui peut concerner toute personne, puisque quiconque peut réaliser un abus de marché. La sous-section n° 5 regrouperait les prérogatives que les agents de l'autorité pourraient utiliser dans le cadre des trois missions. La sous-section n° 6 viserait les mesures communes aux missions de contrôle et d'enquête, et la n° 7 se réfèrerait aux pouvoirs propres à l'enquête. La sous-section 8 rassemblerait les dispositions relatives à la procédure de sanction mise en œuvre par l'autorité administrative et aux sanctions elles-mêmes[479]. La sous-section 9 ne serait pas modifiée. La dernière sous-section pourrait établir les modalités de coopération avec toute autre autorité, qu'elle soit administrative (administration fiscale par exemple) ou judiciaire, française ou étrangère. La même organisation pourrait être retenue en Italie et insérée aux articles 5 et suivants du texte unique en matière d'intermédiation financière au sein de l'actuelle deuxième partie, qui serait rebaptisée « *Opérateurs* » afin d'inclure les non professionnels[480] qui peuvent être objet de poursuites administratives en cas d'abus de marché suspecté. L'intitulé du Titre I « *Dispositions générales* » serait au contraire maintenu et le Chapitre I de ce titre serait consacré aux « *Pouvoirs de la Consob* ». Dans les deux États, il conviendrait également de supprimer toutes les références aux pouvoirs contenues dans les dispositions qui regardent les différents actifs et les diverses plateformes de négociation, afin d'éviter une multiplicité inutile des

[479] Cf. infra Partie 2, Titre 2, Chapitre 2 des présents travaux pour le contenu de cette sous-section, une fois que les compétences des autorités administratives et pénales en matière de répression des abus de marché seront réparties.

[480] L'intitulé actuel de la deuxième partie du texte unique en matière d'intermédiation financière réside dans la formule « *Réglementation des intermédiaires* », qui ne semble pas permettre de prendre en compte les non professionnels.

textes applicables. En revanche, les prérogatives contenues dans les articles instituant une procédure d'agrément ou le contrôle spécifique de certains documents (comme le prospectus préalable aux offres au public de titres financiers) devraient être maintenues, puisqu'elles ne sont pas directement rattachées aux fonctions générales des autorités, mais bien à une mission ponctuelle et déterminée.

Section 2. La protection pénale et administrative des activités de contrôle de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob

« Dans un État de droit, il est légitime que des agents de l'autorité, à qui la loi a confié une mission, soit de contrôle, soit de recherche de manquements à la règlementation, puissent accomplir leur travail, sans être gêné ni entravé par la réaction des citoyens. »[481]

96. La création des infractions d'obstacle à la mission des autorités de surveillance des marchés italiennes : Afin que ces autorités puissent accomplir au mieux leur mission, et par conséquent assurer aux investisseurs et plus généralement au public, une information financière de qualité et sincère, les législateurs français et italien ont choisi de faciliter le contrôle et les vérifications auxquelles elles procèdent en instituant des infractions qui répriment des comportements d'entrave les empêchant d'atteindre leurs objectifs. Ces infractions viennent s'ajouter à d'autres mesures moins radicales : par exemple, en vertu de l'article L. 621-9-3 du Code monétaire et financier[482], l'autorité française ne peut se voir opposer le secret professionnel, y compris par les commissaires aux comptes, sauf par des auxiliaires de justice tels que les avocats, les huissiers de justice, les liquidateurs et mandataires judiciaires[483]. De telles incriminations ont été instaurées très tôt : en Italie, les premiers textes sont apparus

---

481 Bernard BOULOC, « Les infractions d'opposition au regard des droits fondamentaux », *RLC* 1er avr. 2013, n° 35, p. 77-80, § 1.

482 Cet article dispose que « *Dans le cadre des contrôles et enquêtes mentionnés aux articles L. 621-9 et L. 621-9-1, le secret professionnel ne peut être opposé à l'Autorité des marchés financiers ni, le cas échéant, aux entreprises de marché ou aux chambres de compensation, corps de contrôle, personnes ou autorités mentionnés à l'article L. 621-9-2, lorsqu'ils assistent l'Autorité des marchés financiers, sauf par les auxiliaires de justice.*

Pour l'application de la présente sous-section, les commissaires aux comptes sont déliés du secret professionnel à l'égard de l'Autorité des marchés financiers ».

483 Art. L. 621-9-3, C. mon. fin.

avec la création de la Consob en 1974 ; la loi n° 216/1974 du 7 juin 1974[484] prévoyait en effet trois contraventions aux articles 3 alinéa 3, 5-*quinquies* et 17 *in fine*, destinées à sanctionner des communications à cette autorité dont le contenu était faussé, et plus généralement, tout comportement d'obstacle à sa mission. Puis les réformes se sont multipliées pour modifier les dispositions en vigueur : sont ainsi successivement intervenus la loi n° 157/1991 du 17 mai 1991[485] dont l'article 8 prévoyait une nouvelle contravention et le décret législatif n° 58 du 24 février 1998 appelé « Texte unique en matière d'intermédiation financière »[486] et qui a réformé la norme précédente en créant un délit dans son article 171 et une contravention dans son article 174. Ces deux dispositions ont été abrogées à leur tour par l'article 8 du décret législatif n° 61 du 11 avril 2002[487], et ont été remplacées par le délit de l'article 170-*bis* introduit par la loi n° 62 du 18 avril 2005[488] et complété aujourd'hui par un manquement administratif prévu par l'article 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'information financière issu de la même réforme. À côté de ces deux dispositions, le Code civil prévoit à l'article 2638, institué par ce même décret législatif du 11 avril 2002, une autre infraction dont le champ d'application est plus général, puisque celle-ci sanctionne les comportements d'obstacle menés à l'encontre des autorités publiques de surveillance par quelques sujets énumérés dans ce texte. De ce fait, aujourd'hui, trois textes italiens sont destinés à assurer l'effectivité et l'efficacité de la surveillance des marchés financiers mise en œuvre par la Consob, ce qui n'est pas sans poser quelques problèmes d'articulation entre les différentes normes.

97. La création des infractions d'obstacle à la mission des autorités de surveillance des marchés françaises : En France, l'activité de la Commission des

---

[484] Legge del 7 giugno 1974, n. 216/1974, « istitutiva della Consob », *G.U.* n. 149 del 8 giugno 1974.

[485] Legge del 17 maggio 1991, n. 157/1991, « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le Società e per la Borsa », *G.U.* n. 116 del 20 maggio 1991 ; legge del 18 febb. 1992, n. 149 « Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli », *G.U.* n. 43 del 21 febb. 1992.

[486] D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge n. 52 del 6 febbraio 1996 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998.

[487] D.lgs. del 11 apr. 2002, n. 61 « Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 », *G.U.* n. 88 del 15 apr. 2004.

[488] Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76.

opérations de bourse a également très vite fait l'objet d'une protection pénale, puisque la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988[489] sur les bourses de valeur a inséré un second alinéa à l'article 10 de l'ordonnance du 28 septembre 1967[490] pour mettre en place un délit d'obstacle à la mission des agents de cette autorité. Puis, suite à la création du Code monétaire et financier par l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000[491], l'infraction a été transférée à l'article L. 642-3 de ce code pour entrer en vigueur le 1er janvier 2001. Enfin, la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière[492] supprimant la Commission des opérations de bourse, le Conseil des marchés financiers et le Conseil de discipline de gestion financière, et créant l'Autorité des marchés financiers, a déplacé le délit à l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier. Enfin, la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires[493] a institué à l'article L. 621-15, II, *f)* du même code un manquement d'entrave aux fonctions de l'autorité française, aux côtés du délit pénal. Certains praticiens[494] ont critiqué la mise en place d'une nouvelle infraction administrative, alors qu'une conduite similaire était déjà réprimée dans un versant pénal. D'autres ont salué cette initiative en justifiant notamment la création du manquement par le caractère inapproprié du délit, en particulier du fait de la nécessité d'établir un dol : « L'article L. 642-2 du Code monétaire et financier offre une réponse pénale à l'obstruction faite aux investigations des enquêteurs et des contrôleurs. Mais pour pénale qu'elle soit, cette disposition n'en est pas moins inadaptée à la réalité des situations de blocage rencontrées sur le terrain. De maniement peu évident en raison de la nécessaire caractérisation d'un élément intentionnel, mais aussi du dessaisissement qu'elle suppose vers les autorités judiciaires dans un calendrier non compatible avec les enjeux de la procédure AMF, cet outil était jugé inadapté et donc peu dissuasif.

---

489 Loi n° 88-70 du 22 janv. 1970 sur les bourses de valeur, *J.O.R.F.* du 23 janv. 1988, p. 1111.

490 Ordonnance n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 29 sept. 1967, p. 9589.

491 Ordonnance n° 2000-1223 du 14 déc. 2000 relative à la partie Législative du code monétaire et financier, *J.O.R.F.* n° 291 du 16 déc. 2000, p. 20004.

492 Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *J.O.R.F.* n° 177 du 2 août 2003, p. 13220.

493 Loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0264 du 14 nov. 2013, p. 18451.

494 Dominique BOMPOINT, « Les beaux cadeaux du 10e anniversaire de l'Autorité des marchés financiers (Commentaire sur quelques dispositions de la loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires) », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 607.

Certes, dans la grande majorité des cas d'obstruction, le seuil de gravité pénale est difficilement atteint, mais entre le simple entêtement, l'incompétence, le manque de coopération de mauvaise foi et la production d'un faux grossier, il existe une multitude de comportements susceptibles de constituer en pratique un obstacle au bon déroulement des missions »[495].

98. La protection des missions des autorités de contrôle des marchés financiers au service de l'information des investisseurs et de la protection de l'épargne : Il a été expliqué précédemment comment, par la mise en œuvre de multiples prérogatives, la Consob et l'Autorité des marchés financiers tentent de garantir au public, une information exacte, précise et sincère. Seulement, si ces autorités se voient opposer une résistance de la part des émetteurs ou de tout autre sujet soumis à leur contrôle, il est évident qu'elles ne pourront atteindre pleinement leurs objectifs. Ce sont ces raisons qui expliquent l'institution des infractions destinées à assurer aux autorités de surveillance des marchés la possibilité de mener leurs missions. L'autorité italienne expliquait dans son rapport annuel pour l'année 1985 que « *Le rôle de la Consob va désormais bien au-delà, pour de multiples aspects, de la nécessité d'une vérification uniquement formelle de l'information reçue aux fins d'un contrôle de transparence et il n'est plus possible d'accomplir une action efficace de protection de l'épargne, de contrôle sur l'exactitude, sur l'ampleur, sur la licéité de l'information* ***sans disposer des personnes et des moyens nécessaires*** *pour connaître et évaluer ce qui est proposé, ce qui arrive et ce qui peut arriver* »[496]. De son côté, la Commission des opérations de bourse affirmait dans son bulletin mensuel d'avril 1988 que « L'institution d'un délit d'entrave répond au besoin de doter la Commission des opérations de bourse d'un moyen qui lui permet d'exercer efficacement sa mission de surveillance »[497]. L'effectivité et l'efficacité des missions de contrôle et de surveillance de l'autorité de marché représentent d'ailleurs le bien juridique protégé par les infractions des articles 2638 du Code civil et 170-*bis* du

---

[495] Maxime GALLAND, « Evolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 595, § II, C, 1.

[496] Mis en gras par nous. Texte original : « *I compiti della CONSOB vanno ormai ben oltre, per molti aspetti, la necessità di una verificazione solo formale dell'informazione ricevuta ai fini del controllo di trasparenza e non si può più svolgere un'azione efficace di tutela del risparmio, di controllo sulla correttezza, sull'ampiezza, sulla liceità dell'informazione,* ***senza disporre di persone e mezzi necessari*** *per conoscere e valutare quello che viene proposto, quello che accade, quello che può avvenire* ».

[497] *Bull. COB* avr. 1988, n° 213, §V.4., p. 10.

texte unique en matière d'intermédiation financière en Italie. Il en est de même pour le manquement administratif de l'article 187-*quinquiesdecies* du même Texte.
Par conséquent, après avoir justifié l'existence de ces infractions et avoir démontré comment elles participent de la bonne information du public et du fonctionnement régulier des marchés financiers en analysant les valeurs sociales (ou biens juridiques selon l'expression italienne) qu'elles tendent à préserver (Paragraphe 1), il convient d'en déterminer le champ d'application (Paragraphe 2) pour ensuite présenter leurs éléments constitutifs (Paragraphe 3) et les sanctions applicables (Paragraphe 4).

Paragraphe 1 : Les valeurs sociales protégées par les infractions d'obstacle aux fonctions de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob

99. La double protection assurée par les infractions d'obstacle : Enzo MUSCO écrivait déjà à propos de l'article 3 alinéa 3 de la loi n° 216 du 7 juin 1974[498], sanctionnant le non-respect des prescriptions de la Consob ou l'obstacle à ses fonctions, que « L'intervention du droit pénal dans le secteur de contrôle sur les activités des sociétés par actions poursuit l'objectif de fond de protéger les intérêts des investisseurs du marché des valeurs mobilières, intérêts qui peuvent certainement être rattachés à l'exigence, soulignée par la Constitution, de protection de l'épargne dont il est fait référence à l'article 47 de la Constitution. Un tel objectif peut être atteint par le biais **de la protection immédiate**, même si celle-ci sert d'instrument, **de l'organe dédié à l'exercice d'un ensemble de pouvoirs (d'injonction, d'information, de contrôle) destinés à recueillir et à garantir une information complète et exacte** sur la situation et sur les initiatives des sujets qui opèrent sur le marché boursier »[499]. De cet extrait tiré du neuvième volume du *Traité des sociétés par actions*, se dégage

[498] Legge del 7 giugno 1974, n. 216/1974, « istitutiva della Consob », *G.U.* n. 149 del 8 giugno 1974.

[499] Mis en gras par nous. Texte original : « *L'intervento penalistico nel settore di controllo sull'attività della società per azioni persegue l'obiettivo di fondo di tutelare gli interessi degli investitori nel mercato mobiliare, interessi ricollegabili certamente all'esigenza, costituzionalmente sottolineata, della protezione del risparmio di cui all'art. 47 Cost. Simile obiettivo viene preso di mira mediante la tutela immediata, anche se strumentale, dell'organo preposto ad esercitare un fascio di poteri (dispositivi, informativi, di controllo) volti ad acquisire ed a garantire una informazione completa e veritiera sulla situazione e sulle iniziative dei soggetti operanti nel mercato borsistico* » : Enzo MUSCO, « La tutela penale dell'attività della Consob », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, vol. 9.1, *Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, p. 498.

clairement la double protection opérée par l'article 3 alinéa 3 de la loi n° 216 du 7 juin 1974, double protection qui vaut encore aujourd'hui pour les nouvelles infractions du texte unique en matière d'intermédiation financière et de l'article 2628 du Code civil italien : en premier lieu, de telles dispositions visent à garantir de façon immédiate une information exacte et sincère aux investisseurs en permettant aux autorités de surveillance des marchés d'exercer leurs missions de contrôle et d'enquête sans entrave ; en second lieu, de façon indirecte, c'est le fonctionnement régulier des marchés financiers qui est assuré et par conséquent la protection de l'épargne et des investisseurs. Cette solution est admise en jurisprudence[500] comme en doctrine.

100. La signification du bien juridique protégé : La notion de « bien juridique »[501] protégé par l'infraction est une notion utilisée par les pénalistes italiens dans deux hypothèses différentes. D'une part, elle permet au législateur de délimiter le champ d'intervention du droit pénal en identifiant quels sont les biens dont l'atteinte est susceptible d'entraîner l'application d'une sanction pénale[502] ; d'autre part, le bien juridique permet une systématisation des infractions au sein de la partie spéciale du Code pénal, systématisation élaborée en fonction de la nature et de l'importance du bien juridique protégé par l'infraction[503]. Elle correspond aux notions de « valeur sociale » ou

---

[500] CA Milano, sez. II, 26 maggio 2010, n. 1728, *T.*, *in Riv. trib. dir. pen. ec.* 2010, p. 883.

[501] Texte original : « *bene giuridico* ».

[502] V. en ce sens Emilio DOLCINI et Giorgio MARINUCCI selon lesquels « Il est résulté de cette enquête que la Constitution italienne impose au législateur une vaste gamme d'interdictions d'incrimination et que dans un seul cas elle l'oblige à réprimer pénalement certains comportements offensifs. Pour le reste, le législateur est libre de choisir s'il va prévoir ou ne pas prévoir la peine pour protéger les biens qui relèvent de la Constitution. Par ailleurs, il peut protéger pénalement même des biens dépourvus de valeur constitutionnelle. Ces résultats pourraient nous permettre de conclure que la Constitution, si d'une part elle oblige le législateur à adopter un modèle formellement libéral de droit pénal - et tout particulièrement le modèle de l'infraction comme atteinte fautive à un bien juridique - , de l'autre elle n'a pas grand chose à dire sur le plan des contenus des normes incriminatrices », *in* « La Constitution et le droit pénal en Italie. Structure de l'infraction et contraintes pour le législateur dans le choix des biens juridiques », *Rev. sc. crim.* 14 juin 1996, n° 2, II §5.1, p. 330. V. également en ce sens Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, Zanichelli, 6ª ed., 2010, pp. 4 ss. ; Rossana PETRUCCI (a cura di) AA.VV., *Diritto penale. Parte generale*, Napoli, Edizioni giuridiche Simone, 19ª ed., 2009, p. 10. Des développements plus amples consacrés au bien juridique protégé, ainsi qu'à l'intervention du droit pénal en matière économique et financière feront l'objet du second chapitre du second titre de la seconde partie.

[503] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, Zanichelli, 6ª ed., 2010, pp. 8 ss. ; par ailleurs, André VITU, inspiré de la *Rechtgut Theorie* allemande et des théories doctrinales italiennes, proposait également une classification des infractions au sein du Code pénal fondée sur la

d' « intérêt juridique protégé » utilisées par les pénalistes et magistrats français[504]. Pour toute infraction, il est nécessaire d'identifier le bien juridique destiné à être préservé par le biais de l'infraction ; cette nécessité découle du « principe d'atteinte » qui implique que toute sanction pénale suppose pour son application la lésion, ou au moins la mise en danger, d'un bien juridique déterminé[505]. Sur ce point, Emilio DOLCINI et Giorgio MARINUCCI expliquent qu'« Or dans l'État tel qu'il est prévu par la Constitution italienne de 1948 - un État pluraliste, laïque, s'inspirant des valeurs de tolérance, dans lequel tout le pouvoir étatique émane du peuple souverain, qui reconnaît dans l'homme la valeur de la dignité et un noyau de droits inviolables – le droit pénal *ne* peut *pas* poursuivre des buts transcendantaux ou éthiques, il ne peut pas dégrader l'homme et en faire un simple « objet » de traitement pour ses inclinations antisociales présumées et il ne peut pas davantage réprimer la simple désobéissance. Le seul modèle de *droit pénal*, et d'infraction, compatible avec la Constitution est donc un droit pénal instrument de *protection des biens juridiques* et une infraction structurée comme une *atteinte aux biens juridiques* »[506].

101. Les biens juridiques directement protégés par les infractions d'obstacle aux activités des autorités de surveillance des marchés, l'effectivité et l'efficacité des missions de ces autorités : En ce qui concerne les deux délits italiens d'obstacle aux fonctions des autorités de surveillance, l'article 2628 du Code civil punit d'une

---

valeur sociale protégée (André VITU, *Traité de droit criminel. Droit pénal spécial*, t. 1, Paris, Cujas, 1982, p. 29).

[504] André VITU, *op. cit.* ; Thierry GARE et Catherine GINESTET utilisent la notion de « valeur sociale » protégée, *in Droit pénal et procédure pénale*, Paris, Dalloz, Coll. « Hypercours », 8° éd., 2014, p. 10. Harald RENOUT évoque la « valeur sociale » *in Droit pénal général*, Bruxelles, Larcier, Coll. « Paradigme », 18ème éd., 2013, p. 12, alors que Jacques LEROY utilise l'expression d' « intérêt protégé », *in Droit pénal général*, Issi-les-Moulineaux, LGDJ (Lextenso éditions), 5° éd., 2014, p. 44.

En jurisprudence, voir pour des exemples d'utilisation de la notion d'« intérêt protégé » à propos des concours idéaux de qualifications : Cass. crim., 3 mars 1960, *Bull. crim.* 1960, n° 138, p. 286, *Ben Haddadi* ; Cass. crim., 22 nov. 1983, *Bull. crim.* 1983, n° 308.

[505] Principe original : « *principio di offensività* ». Pour une explication plus développpée sur le « principe d'atteinte », v. Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, Zanichelli, 6ª ed., 2010, pp. 150 ss. ; Rossana PETRUCCI (a cura di) AA.VV., *Diritto penale. Parte generale*, Napoli, Edizioni giuridiche Simone, 19ª ed., 2009, p. 12.

[506] Emilio DOLCINI, Giorgio MARINUCCI, « La Constitution et le droit pénal en Italie. Structure de l'infraction et contraintes pour le législateur dans le choix des biens juridiques », *Rev. sc. crim.* 14 juin 1996, n° 2, I § 1.1, p. 318.

« réclusion »[507] d'une durée comprise entre un et quatre ans, certains sujets énumérés dès lors qu'ils communiquent de fausses informations aux autorités publiques de surveillance, qu'ils dissimulent de telles informations par d'autres moyens frauduleux, ou encore lorsqu'ils taisent certains faits qu'ils auraient dus communiquer en vertu de la loi . Quant à l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière[508], il sanctionne par une peine de « réclusion » pouvant atteindre deux ans et/ou une « amende délictuelle »[509] dont le montant peut varier de 10 000 à 200 000 euros, le fait de faire obstacle aux fonctions de surveillance attribuées à la Consob et la Banque d'Italie. Pour ces deux articles, comme cela a été dit précédemment, il existe deux biens juridiques protégés ; il est alors possible de parler d'infractions « pluri-offensives », selon le néologisme utilisé par André VITU[510].

Le premier d'entre eux constitue un bien public et intermédiaire qui réside dans l'effectivité et l'efficacité des activités de surveillance et de contrôle des autorités de surveillance[511]. L'effectivité laisse sous-entendre que les autorités publiques doivent

---

[507] L'Italie n'a pas opté pour une classification tripartite des infractions à l'image de celle qui existe en droit français. Il n'existe que les délits (*delitti*) et les contravantions (*contravvenzioni*). Le terme italien de « *reclusione* » correspond à la peine privative de liberté prévue pour les délits, catégorie d'infractions à laquelle appartiennent les articles 2638 du Code civil et 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, alors que « *l'arresto* » représente la peine privative de liberté applicable en matière contraventionnelle (lecture combinée des articles 17 et 18 du Code pénal italien).

[508] L'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière est intitulé « *Art. 170-bis. Obstacle aux fonctions de surveillance de la Banque d'Italie et de la Consob* » ; texte original : « *Ostacolo alle funzioni di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob* ».

[509] Le terme italien de « *multa* » constitue une peine pécuniaire de nature délictuelle, alors que « *l'ammenda* » renvoie à une peine de même nature en matière contraventionnelle (lecture combinée des articles 17 et 18 du Code pénal italien).

[510] André VITU, *Traité de droit criminel. Droit pénal spécial*, t. 1, Paris, Cujas, 1982, p. 30.

[511] V. en sens Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI qui affirment à propos de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière que « L'intérêt protégé par l'incrimination du t.u.f. [texte unique en matière d'intermédiation financière] correspond à l'activité institutionnelle de la Consob, qui se place en bien juridique […] de nature publique, utilisé pour assurer « le fonctionnement correct du marché » (ou bien, en vertu d'une lecture particulière, l'intérêt diffus/collectif de l'efficience économique des propres choix d'épargne) » ; texte original : « *L'interesse tutelato dalla fattispecie penale del t.u.f. coincide con l'attività funzionale della Consob, che si pone quale bene giuridico […] di natura pubblicistica, strumentale al "corretto funzionamento del mercato" (o, secondo una particolare lettura, all'interesse diffuso/collettivo dell'efficienza economica delle proprie scelte di risparmio)* » : *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 202 ; cf. également Enzo MUSCO qui identifie le bien juridique protégé dans les « fonctions de contrôle de l'autorité publique de surveillance » ; texte original : « *funzioni di controllo dell'attività dell'autorità pubblica di vigilanza* » : Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, pp. 14 et 290 ; Raffaele d'AMBROSIO évoque « le correct fonctionnement des activités de surveillance des autorités publiques » ; texte original : « *il corretto*

pouvoir procéder aux vérifications qu'elles entendent réaliser car elles les estiment nécessaires, le cas échéant, par le biais d'enquêtes plus approfondies en cas de manquement suspecté à la règlementation qu'elles édictent[512]. C'est donc en premier lieu la mise en œuvre de ces activités qui est protégée[513]. L'efficacité renvoie davantage à la qualité du résultat de ces vérifications, et par conséquent aux caractéristiques des informations et renseignements recueillis par ces autorités. Ainsi, les infractions d'obstacle aux missions des autorités de surveillance des marchés sont également prévues afin d'assurer « **l'exhaustivité et la transparence de l'information** concernant les aspects les plus importants de la gestion sociale »[514]. Des avis similaires ont été partagés par la doctrine française pour le délit d'entrave aux activités de l'Autorité des marchés financiers : par exemple, Nicole DECOOPMAN affirme, sans faire référence à l'intérêt juridique protégé par l'infraction prévue par l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier, que « L'efficacité des contrôles et enquêtes est manifestement un objectif du législateur »[515]. D'autres auteurs italiens évoquent « l'exactitude »[516] des informations fournies à la Consob, et donc de façon indirecte, aux investisseurs.

---

esercizio delle funzioni di vigilanza delle autorità pubbliche », in « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza » : Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 616-617 ; Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia,* vol. I, *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, p. 327 ; Ciro SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società. Le previsioni sanzionatorie fra vecchia e nuova disciplina Delle società di capitali e delle cooperative,* Torino, UTET, 2003, p. 347.

512 Maria Iride VANGELISTI, « Art. 171, comma 3, lett. c) e d) », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 927 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, pp. 564-565.

513 Maria Teresa BALZANO expliquait en effet à propos de l'ancien article 171 du texte unique en matière d'intermédiation financière intitulé « *Protection de l'activité de surveillance* » (« *Tutela dell'attività di vigilanza* ») et abrogé par l'article 8 du décret législatif n° 61 du 11 avril 2002, que « L'intérêt protégé, se trouve dans l'exigence protéger l'exercice effectif de l'activité de surveillance » ; texte original « ***L'interesse protetto, va individuato nell'esigenza di tutelare l'effetto esercizio dell'attività di vigilanza*** » : « Art. 171 – Tutela dell'attività di vigilanza », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 921.

514 Mis en gras par nous. Texte original : « ***la completezza e trasparenza dell'informazione concernente i tratti più significativi della gestione sociale*** » à propos de l'ancien article 3 alinéa 3 de la loi n° 216 du 7 juin 1974 selon Enzo MUSCO, « La tutela penale dell'attività della Consob », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, vol. 9.1. *Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 502-503.

515 Nicole DECOOPMAN, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1511, cote 01,2008, 7 oct. 2007, § 27.

En revanche, Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI ont pu adopter une position particulière à propos de l'actuel article 2638 du Code civil, en ce qu'ils estiment qu'« **une information du public relative aux sociétés, exacte et fiable (et avant tout celle contenue dans les bilans annuels) constitue un prérequis logique et juridique indispensable à la protection de l'intérêt de l'autorité en matière d'information** »[517]. Selon eux, ce serait donc la sincérité et la précision des communications diffusées au public qui permettraient de contribuer à l'efficacité des activités de l'autorité italienne. Même si l'information semble la matière première de l'activité de cette dernière[518], cette position ne semble pas tout à fait exacte puisque justement, la Consob comme l'Autorité des marchés financiers, recherchent si les émetteurs et autres sociétés se conforment à leurs obligations en matière financière : sont examinées l'exactitude et l'absence d'ambigüité dans les renseignements fournis aux marchés. Par ailleurs, elles peuvent *a priori* contrôler les documents et communiqués que les émetteurs s'apprêtent à publier, pour s'assurer que les informations qu'ils contiennent respectent ces exigences de qualité. Ces vérifications sont d'autant plus nécessaires que « **les faux renseignements reportés dans les bilans se retrouvent dans les communiqués de presse diffusés sur le marché, dans les réponses données à la Consob et dans les rapports émis par les sociétés de contrôle des comptes** »[519]. C'est donc aussi « **la sincérité des rapports entre entité contrôlée et entité de contrôle** »[520] qui est visée par les infractions d'obstacle aux missions des autorités de surveillance, et ce, dans le but de garantir la stabilité des

---

[516] Flavia SFORZA évoque pour sa part, à propos de l'ancien article 174 du texte unique en matière d'intermédiation financière : « **l'exactitude de l'information au public** » (texte original : « ***la correttezza dell'informazione al pubblico*** ») : « Art. 174 – False comunicazioni e ostacolo alle funzioni della Consob », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, pp. 940-941.

[517] Texte original : « ***una corretta ed affidabile informazione societaria al pubblico (*** **in primis** ***quella contenuta nei bilanci d'esercizio) costituisce un indispensabile antecedente logico-giuridico per la protezione dell'interesse informativo dell'autorità*** », *in* Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 201 ; dans le même sens, Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia,* vol. I, *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, p. 318 ;

[518] Eleonora MONTANI, « Le attività di ostacolo : 'Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza : art. 2638 c.c.' », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 198.

[519] Trib. Milano, sez. pen. I, 18 dic. 2008, *Parmalat* ; *Foro ambrosiano* luglio-sett. 2009, vol. XI, n. 3, pp. 328-340, con nota Jessica BERTOLINA (pp. 340-360).

[520] Texte original : « ***correttezza dei rapporti fra ente controllato ed ente controllore*** », in Cass. pen., sez. V, 8 nov. 2002, in *Riv. trim. dir. pen. ec.* 2003, p. 1328.

marchés et de protéger l'épargne investie dans les instruments financiers. Enfin, de tels délits peuvent également contribuer de façon indirecte à limiter les disparités d'accès aux informations privilégiées qui existent entre les différents sujets qui opèrent sur les marchés, puisque par le biais de contrôles opportuns, l'Autorité des marchés financiers et la Consob peuvent s'assurer que de telles informations sont communiquées au plus vite au public[521].

Par conséquent, ce sont bien les fonctions de contrôle et de surveillance des autorités de marché qui permettent la transmission de données claires et exhaustives aux investisseurs et épargnants, réels ou potentiels. Flavia SFORZA confirme cette hypothèse en indiquant, à propos de l'ancien article 174 du texte unique en matière d'information financière abrogé par l'article 8 du décret législatif n° 61 du 11 avril 2002[522], que « les communications, par le biais de la médiation de l'organe de surveillance, sont en tout état de cause destinées à fournir à l'ensemble des investisseurs une information appropriée soit sur le profil économique de la société qui propose l'investissement, soit sur les caractéristiques de celui qui propose l'investissement, soit sur les caractéristiques de l'opération »[523] et que « la lésion de l'intérêt protégé – l'information exacte et exhaustive des épargnants sur la situation réelle de la société qui opère sur le marché – est […] seulement médiate – et éventuelle – dans le cas des fausses informations à la Consob »[524]. Toutefois, la qualité de l'information ne constitue qu'un moyen d'atteindre un autre objectif : la bonne marche des marchés financiers.

---

521 Flavia SFORZA, toujours à propos de l'ancien article 174 du texte unique en matière d'intermédiation financière, *op. cit.*, p. 943 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 543.

522 D.lgs. del 11 apr. 2002, n. 61 « Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 », *G.U.* n. 88 del 15 apr. 2004.

523 Texte original : « ***tali comunicazioni, attraverso la mediazione dell'organo di vigilanza, sono comunque destinate a fornire al pubblico degli investitori un'adeguata informativa sia sul profilo economico della società proponente l'investimento, sia sulle caratteristiche del proponente l'investimento, sia sulle caratteristiche dell'operazione*** », *in* Flavia SFORZA, « Art. 174 – False comunicazioni e ostacolo alle funzioni della Consob », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 938.

524 Texte original : « ***la lesione dell'interesse protetto – la piena e corretta informazione dei risparmiatori sulla effettiva situazione della società che opera sul mercato è*** […] ***solo mediata – ed eventuale – nel caso di false informazioni alla Consob*** », *in* Flavia SFORZA, *ibid.* ; v. également en ce sens Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 290.

102. Les biens juridiques protégés indirectement par les infractions d'obstacle aux activités des autorités de surveillance des marchés : La garantie de la sincérité des informations fournies aux autorités de marché, et par conséquent, aux public, ne constitue pas en elle-même une finalité ; elle représente un instrument utilisé en vue de « la protection d'autres biens juridiques tels que le fonctionnement correct des marchés financiers (qui est également un bien institutionnel) et l'épargne (le bien final) »[525]. Plusieurs auteurs italiens ont d'ailleurs qualifié l'activité de surveillance de la Consob, et l'information exacte et précise du public, d' « outil », d'« instrument » nécessaire à la garantie du bien final représenté par la protection de l'épargne[526], protégée par l'article 47 de la Constitution italienne[527].

103. Les raisons de la recherche du bien juridique protégé dans les infractions d'obstacle aux missions de surveillance des marchés : Il est possible de s'interroger sur les raisons qui motivent la doctrine italienne à rechercher tous les biens juridiques que les infractions d'obstacle aux missions des autorités de surveillance des marchés tentent de sauvegarder de façon directe, mais surtout de façon indirecte. Cette identification des intérêts protégés par ces délits, identification qui se veut complète et minutieuse, est la conséquence du « principe d'atteinte » non écrit dans la Constitution mais qui a valeur de principe général du droit pénal[528] : celui-ci implique, comme cela a

---

[525] Texte original : « ***protezione di altri beni giuridici quali il corretto funzionamento del mercato (bene anch'esso istituzionale) ed il risparmio bene finale*** », *in* Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 199-200 ; v. également en ce sens, Eleonora MONTANI, « Le attività di ostacolo : 'Ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob : art. 170-bis t.u.f.' », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 207; Ciro SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società. Le previsioni sanzionatorie fra vecchia e nuova disciplina delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, UTET, 2003, p. 348.

[526] V. Raffaele d'AMBROSIO qui évoque « l'instrumentalisation du bien-fonction (l'activité de surveillance) en vue du bien final (l'épargne investie dans le marché financier) » ; texte original : « ***la strumentalità, cioè del bene-funzione (l'attività di vigilanza) rispetto al bene finale (il risparmio investito nel mercato finanziario)*** », *in* « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza » : Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 616-617.

[527] Cf. *infra* §§ 103 et 104, p. 209-212 des présents travaux.

[528] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, Zanichelli, 6ª ed., 2010, p. 150.

été dit précédemment, que toute infraction pénale corresponde à la lésion ou à la mise en danger d'un bien juridique déterminé[529].

Or, dans les années 1960-1970, en réaction au régime fasciste précédent et à l'arbitraire qui existait en cette période, de nombreux auteurs de doctrine[530] se sont attachés à considérer que seuls les biens garantis par la Constitution étaient susceptibles de protection pénale. Toutefois, ils se sont vite aperçus des limites de cette thèse et ont renoncé à appliquer ce principe de façon stricte : en premier lieu, Constitution et droit pénal n'ont pas les mêmes finalités[531], car si la première vise à organiser les rapports entre les différentes fonctions législative, exécutive et judiciaire et à garantir certaines valeurs considérées comme fondamentales, le second tend à préserver l'ordre public en défendant la société contre des conduites qui lui sont dommageables et en punissant celles qui sont survenues malgré les normes mises en place ; en deuxième lieu, certains biens non expressément visés par la Constitution sont qualifiés de biens intermédiaires, d'instruments utilisés en vue de sauvegarder d'autres biens mentionnés dans la Charte fondamentale[532] ; en troisième et dernier lieu, les biens considérés comme méritant une protection pénale évoluent en même temps que la société et de ce fait, tous n'ont pas été envisagés au moment de la rédaction de la Constitution de 1948, même s'il est possible de considérer que la plupart d'entre eux ont été prévus et que ce sont les formes d'agression de ces biens qui mutent au cours du temps[533]. Cependant, ces constats se heurtent au fait qu'un bien explicitement mentionné dans la Constitution ne suffit pas pour qu'une protection pénale lui soit attribuée : il faut encore qu'il soit impossible d'en assurer la sauvegarde par toute autre branche du droit, le droit pénal n'étant utilisé qu'à titre subsidiaire comme *ultima ratio* dès lors que la Constitution garantit avant tout la liberté individuelle[534]. L'article 13 de la Charte fondamentale dispose en effet dans ses premier et second alinéas que « *La liberté personnelle est inviolable. Aucune forme de*

---

[529] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *op. cit.*, p. 151 ; Emilio DOLCINI, Giorgio MARINUCCI, « La Constitution et le droit pénal en Italie. Structure de l'infraction et contraintes pour le législateur dans le choix des biens juridiques », *Rev. sc. crim.* 14 juin 1996, n° 2, I §1.1, p. 318 ; Rossana PETRUCCI (a cura di) AA.VV., *Diritto penale. Parte generale*, Napoli, Edizioni giuridiche Simone, 19ª ed., 2009, p. 10.

[530] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *op. cit.*, p. 13.

[531] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *op. cit.*, p. 15.

[532] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *op. cit.*, p. 14.

[533] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *op. cit.*, p. 15.

[534] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *op. cit.*, p. 16 ; Emilio DOLCINI, Giorgio MARINUCCI, « La Constitution et le droit pénal en Italie. Structure de l'infraction et contraintes pour le législateur dans le choix des biens juridiques », *Rev. sc. crim.* 14 juin 1996, n° 2, II § 4.2 et II § 5.1, p. 330-331.

détention, d'inspection ou de perquisition, ni aucune autre restriction à la liberté personnelle n'est admise, sauf en cas d'acte motivé par l'Autorité judiciaire et dans les seuls cas et selon les seuls modes prévus par la loi »[535].

104. Le rattachement des infractions italiennes d'entrave à l'article 47 de la Constitution : Pour l'ensemble de ces considérations, la jurisprudence et la doctrine italiennes ont mis en valeur les biens juridiques protégés par les infractions d'obstacle aux missions des autorités de surveillance des marchés, afin de justifier la légitimité de leur existence. Il est vrai qu'à première vue, il serait possible de douter de la nécessité d'appliquer une sanction pénale pour des comportements destinés à entraver l'activité d'autorités administratives indépendantes. Cependant, il est évident que si la Consob possède un intérêt propre à recueillir des informations exactes et précises, pour pouvoir procéder aux contrôles et vérifications opportuns, ces activités sont accomplies dans le but de fournir aux investisseurs et au public une information de qualité, qui leur permettra d'effectuer des opérations sur les instruments financiers en toute connaissance de cause. Ainsi, la protection des fonctions de surveillance de l'autorité italienne constitue un outil indispensable au correct fonctionnement des marchés, par l'intermédiaire de transactions boursières éclairées grâce à une information complète et univoque. C'est pourquoi la doctrine italienne n'a cessé de rattacher les infractions des articles de 2638 du Code civil et 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière au bien juridique résidant dans « l'épargne », garantie par l'article 47 de la Constitution italienne. Cette disposition précise que « *La République encourage et protège l'épargne dans toutes ses formes ; règlemente, coordonne et contrôle l'exercice de crédit. Elle favorise l'accès de l'épargne populaire à la propriété du logement, à la propriété agricole directe, et à l'investissement actionnaire direct ou indirect dans les grands ensembles de production du pays* »[536].

---

[535] Texte original : « *La libertà personale è inviolabile. Non è ammessa forma alcuna di detenzione, di ispezione o perquisizione personale, né qualsiasi altra restrizione della libertà personale, se non per atto motivato dell'Autorità giudiziaria e nei soli casi e modi previsti dalla legge* », (art. 13, al. 1 et 2, Const. italienne).

[536] Texte original : « *La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese* » (art. 47, Const. italienne).

Le lien dégagé entre la norme constitutionnelle et les deux infractions à peine mentionnées permet selon certains auteurs d'exclure tout doute quant à la légitimité de leur existence[537] : le « principe d'atteinte » est respecté par les délits du Code civil et du texte unique en matière d'intermédiation financière, dont la survenance peut engendrer une lésion, ou du moins une mise en danger, des biens juridiques de l'épargne et de l'investissement actionnaire. L'article 47 de la Constitution italienne vise sans difficulté l'épargne investie dans les instruments financiers et celle-ci peut donc correspondre au bien final, protégé par le bien-instrument représenté par l'exercice effectif et efficace des missions de surveillance des autorités de marché, qui tend à garantir la stabilité et le fonctionnement régulier des marchés financiers.

105. Un bien juridique protégé de nature collective : Si l'épargne peut concerner chaque sujet pris dans sa personne, le correct fonctionnement des marchés, contrairement aux biens juridiques traditionnels de nature individuelle comme l'intégrité physique par exemple, possède une dimension collective : ce sont la transparence et l'équilibre des marchés dans leur globalité que les infractions d'obstacle aux activités de contrôle des autorités publiques tentent de sauvegarder[538]. C'est également l'accès à une information sincère et de qualité que de tels délits tentent de préserver ; c'est pourquoi, il est possible de considérer que ces derniers, tout comme les obligations des émetteurs et de leurs dirigeants en matière de communication financière, contribuent à prévenir les abus de marché.

---

537 Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 616-617.

538 V. en ce sens Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI qui désignent comme l'un des biens finaux protégés par l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière « l'intérêt diffus/collectif de l'efficience économique des choix d'épargne propres » ; texte original : « *l'interesse diffuso/collettivo dell'efficienza economia delle proprie scelte di risparmio* » *in Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 202-203 ; dans le même sens, Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 287.

Paragraphe 2. Le champ d'application des dispositions protégeant les activités de surveillance et de contrôle des autorités administratives de régulation des marchés

106. Le double critère du champ d'application des infractions : Les infractions d'obstacle à l'exercice de leurs missions par de telles autorités ont pour but de garantir une information de qualité aux investisseurs ; c'est pourquoi leur champ d'application n'a cessé d'être élargi au fil du temps et leurs sanctions renforcées. Cette amplification s'est traduite principalement par l'élargissement du cercle des auteurs potentiels désignés de ces infractions (A), alors que les autorités dont l'activité est objet de cette protection sont pratiquement restés inchangées (B).

A- La multiplication des auteurs potentiels désignés par le législateur

107. Le choix regrettable d'une infraction propre pour l'article 2638 du Code civil italien : Alors que les premières contraventions de la loi n° 216 du 17 juin 1974 ne pouvaient être le fruit d'un nombre restreint de personnes, telles que les administrateurs, les membres du conseil de surveillance, les directeurs généraux et les commissaires aux comptes appartenant majoritairement à des sociétés cotées en Bourse ou admises aux négociations sur un marché hors-cote[539], le délit de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière est une infraction commune, c'est-à-dire qui peut-être commise par quiconque, à l'image de l'infraction de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier, et des deux manquements administratifs des articles L. 621-15, II, f) du même code et 187-*quinquindecies* du texte unique italien. Le délit de

[539] L'article 3 alinéa 3 de la loi n° 216 du 7 juin 1974 visait « *les administrateurs, les membres du conseil de surveillance ou les commissaires aux comptes et les directeurs généraux de sociétés ou d'entités* » (texte original : « *gli amministratori, i sindaci o i revisori ed i direttori generali di società o enti* »). L'article 17 *in fine* de la même loi visait les mêmes personnes (sauf les commissaires aux comptes) dès lors qu'ils exerçaient au sein d'une société dont les actions étaient cotées en Bourse (texte original : « *gli amministratori i sindaci e i direttori generali di società con azioni quotate in borsa* »). De façon plus particulière, l'article 5-*quinquies* du même texte sanctionnait les personnes qui détenaient une participation atteignant un pourcentage déterminé dans une société cotée en Bourse ou dont les titres étaient admis aux négociations sur le marché hors cote (par renvoi à l'article 5-*bis* du même texte).

l'article 2628 du Code civil peut résulter quant à lui d'un nombre infini de sujets différents.

108. L'élargissement du cercle des auteurs d'infraction : La première disposition à avoir visé d'autres auteurs potentiels fut l'article 8 alinéa 2 de la loi n° 157 du 17 mai 1991[540] : celle-ci adressait « *aux administrateurs et aux liquidateurs, aux membres du conseil de surveillance et aux commissaires aux comptes, aux directeurs généraux et aux dirigeants des sociétés ou entités, ainsi qu'aux autres sujets tenus* [envers la Consob] *au sens du premier alinéa* »[541]. Sont donc également concernés par l'infraction, tous les dirigeants ainsi que toute personne sur laquelle pèsent des obligations envers l'autorité des marchés italienne, dès lors qu'ils sont visés dans le premier alinéa de l'article 8. Or, celui-ci opère un renvoi aux articles 2 et 5 de la même loi pour déterminer à qui l'infraction d'obstacle à la mission de la Consob est imputable[542]. Le premier des deux textes, qui réprimait l'utilisation et la communication d'informations réservées, mentionnait deux types d'individus : d'une part, et de façon assez traditionnelle, « *les actionnaires qui exercent le contrôle de la société y compris en fait au sens de l'article 2359 du Code civil, les administrateurs, les liquidateurs, les directeurs généraux, les dirigeants, les membres du conseil de surveillance et les commissaires aux comptes* » et d'autre part, de façon plus originale, « *tous ceux qui ont obtenu directement ou indirectement [des] informations [réservées] […] de la part de sujets qui possèdent lesdites informations en raison de l'exercice de leur fonction, profession ou charge* »[543]. Ainsi, à côté des personnes dont la qualification juridique était clairement identifiée, se trouvait une catégorie d'individus, caractérisée par le fait que ceux-ci possédaient une information qualifiée de

---

[540] Legge del 17 maggio 1991, n. 157/1991, « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le Società e per la Borsa », *G.U.* n. 116 del 20 maggio 1991 ; legge del 18 febb. 1992, n. 149 « Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli », *G.U.* n. 43 del 21 febb. 1992 .

[541] Texte original : « *Agli amministratori ed ai liquidatori, ai sindaci ed ai revisori, ai direttori generali ed ai dirigenti delle società o enti, nonché agli altri soggetti obbligati ai sensi del comma 1* » (art. 8, al. 2, loi n° 157 du 17 mai 1991).

[542] L'article 8 alinéa 1er de la loi du 17 mai 1991 désigne en effet comme responsables « *tutti i soggetti di cui agli stessi articoli 2 e 5* », c'est-à-dire « *tous les sujets mentionnés aux articles 2 et 5* ».

[543] Texte original : « *Agli azionisti che anche di fatto esercitino il controllo della società, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, agli amministratori, ai liquidatori, ai direttori generali, ai dirigenti, ai sindaci e ai revisori dei conti* » et « *a tutti coloro che abbiano direttamente o indirettamente ottenuto informazioni […] da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio* » (art. 2, al. 3, loi n° 157 du 17 mai 1991).

réservée, et qui leur avait été transmise par un tiers. Par ailleurs, la référence à l'article 5 de la loi du 17 mai 1991, ayant trait à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses en matière boursière, agrandissait encore le cercle en désignant comme responsables potentiels de l'infraction pénale, en plus des sujets habituels, « *les agents de change, les membres et employés de la Commission nationale pour les sociétés et pour la bourse (Consob) et des organismes locaux de bourse* »[544].

Il eût été souhaitable au vu de l'extension infinie des destinataires des infractions d'obstacle à l'activité des autorités de surveillance des marchés, lors de la réforme successive, de supprimer la liste des auteurs potentiels pour créer des infractions communes. L'actuel article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière revêt ce caractère, mais ce n'est pas le cas du délit de l'article 2638 du Code civil toujours en vigueur, qui sanctionne « *les administrateurs, les directeurs généraux, les dirigeants chargés de la rédaction des documents comptables de la société, les membres du conseil de surveillance et les liquidateurs de sociétés d'entités et les autres sujets soumis en vertu de la loi aux autorités publiques de surveillance, ou tenus à des obligations à leur égard* »[545]. En vertu de l'extension de responsabilité opérée par l'article 2639 du même code, sont concernés les sujets de droit comme les sujets qui exercent en fait les mêmes fonctions.

109. Les critiques relatives à la nature propre de l'infraction : Bien que la liste des personnes désignées soit longue, il est étonnant que le législateur ait procédé à une nouvelle énumération. Une justification de ce choix pourrait peut-être s'expliquer par le fait que l'infraction examinée se trouve au sein d'un titre XI du Livre V du Code civil italien, lequel titre regroupe les « *dispositions pénales en matière de sociétés et de consortiums* [de sociétés] »[546]. Ainsi, ne pouvaient *a priori* être concernés par l'infraction que les individus qui opèrant dans le cadre d'une société ou d'un groupe de sociétés juridiquement indépendantes entre elles.

---

[544] Texte original : « [da] *agenti di cambio*, [da] *membri o dipendenti della Commissione nazionale per le società e per la borsa (CONSOB), ovvero* [...] *dagli organi locali di borsa* » (art. 5, al. 5, loi n° 157 du 17 mai 1991).

[545] Texte original : « *Gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori di società o enti e gli altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza, o tenuti ad obblighi nei loro confronti* » (art. 2638, al. 1 et 2, C. civ. it.).

[546] Texte original : « *Disposizioni penali in materia di società e consorzi* » (Titre XI, Livre V, C. civ. it.).

Par ailleurs, ce recensement des personnes susceptibles d'être sanctionnées ne paraît pas réellement pertinent au vu de la formule générale située en fin d'article. En effet, l'expression « *autres sujets soumis en vertu de la loi aux autorités publiques de surveillance, ou tenus à des obligations à leur égard* »[547] n'est pas très limpide puisqu'elle nécessite avant toute autre chose d'identifier les autorités concernées par la disposition, pour ensuite déterminer si certains sujets se trouvent débiteurs d'obligations envers ces dernières[548]. Même si l'intention du législateur de ne faire échapper personne à la répression était louable, il a mis en place une disposition imprécise suscitant des doutes quant à l'interprétation à lui donner et, par conséquent, dont la validité au regard du principe de légalité criminelle[549], et donc de clarté de la loi, est discutable. Le choix de l'institution d'une infraction commune aurait permis d'englober tout individu susceptible de la commettre, en évitant les imperfections qui affectent la rédaction actuelle de l'article. Le législateur s'est peut-être malgré tout rendu compte des difficultés liés à une telle énumération, puisqu'ultérieurement, lors de la création par la loi n° 62 du 18 avril 2005[550] de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière relatif au délit d'obstacle aux fonctions de surveillance de la Consob et de la Banque d'Italie, il a opté pour une infraction commune. C'est également le choix qu'a fait le législateur français tant pour le délit qui concernait la Commission des opérations de bourse[551], que pour celui qui regarde l'Autorité des marchés financiers[552] et pour le tout récent manquement administratif d'entrave[553].

---

547 Texte original : « *altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza, o tenuti ad obblighi nei loro confronti* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

548 Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 221.

549 V. en ce sens Fausto GIUNTA qui évoque « une généralité déplorable, porteuse d'incertitudes évidentes d'interprétation » ; texte original : « ***una genericità deprecabile, foriera di intuibili incertezze interprÉtative*** », *in* Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia,* vol. I. *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, p. 327.

550 Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76 ; legge del 28 dic. 2005, n. 262/2005, « *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari* », *G.U.* n. 301 del 28 dic. 2005, *suppl. ordinario* n. 208.

551 Art. 10, ordo. n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 29 sept. 1967, p. 9589.

552 Art. L. 642-2 du Code monétaire et financier dans sa version postérieure à la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *J.O.R.F.* n° 177 du 2 août 2003, p. 13220.

553 Art. L. 621-15, II, f), C. mon. fin.

En tout état de cause, sont visés par l'article 2638 du Code civil certains sujets de droit expressément listés (1), une catégorie résiduelle désignée par l'expression « *autres sujets soumis en vertu de la loi aux autorités publiques de surveillance, ou tenus à des obligations à leur égard* » (2). Sont enfin concernées les personnes morales (*persone giuridiche*) (3).

1. Les sujets nommément désignés par l'article 2638 du Code civil italien

110. La prévalence du critère des fonctions concrètement revêtues sur la qualification formellement attribuée : Sont avant tout concernés par la répression, les individus qui exercent l'une des fonctions mentionnées dans l'article 2638, alinéa 1er du Code civil, telles que les administrateurs, les directeurs généraux, les liquidateurs, les dirigeants, les membres du conseil de surveillance et les commissaires aux comptes (a). Toutefois, le fait qu'une personne ne soit pas formellement investie de l'une de ces qualifications n'empêche pas toute sanction à son égard, puisque l'article 2639 du même code opère une extension de responsabilité à destinatation des agents qui mettent en œuvre les prérogatives représentatives des fonctions ou qualifications visées (b).

a- Les sujets de droit visés par l'article 2638 du Code civil italien

111. Les auteurs potentiels dont la qualité est expressément visée par l'article 2638 du Code civil : Comme cela a été mentionné précédemment, sont susceptibles de commettre les délits de l'article 2638 du Code civil « *les administrateurs, les directeurs généraux, les dirigeants chargés de la rédaction des documents comptables de la société, les membres du conseil de surveillance et les liquidateurs de sociétés ou entités* »[554]. Alors que les fonctions d'administration et de contrôle ne semblent pas susciter de doutes insurmontables quant à leur identification, puisqu'elles sont définies dans le Titre V (« *Des sociétés* ») du Livre V (« *Du travail* ») du Code civil italien[555], certains auteurs

[554] Texte original : « *gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori di società o enti* » (art. 2638, al. 1 et 2, C. civ. it.).
[555] Textes originaux : « *Delle società* » (Titre V, Livre V, C. civ. it.) et « *Del lavoro* » (Livre V, C. civ. it.).

considèrent que les fonctions de direction suscitent davantage d'incertitudes[556]. Il est vrai qu'elles ne sont pas définies par le législateur italien ; cependant, l'acception courante des notions de « dirigeant » ou de « direction » permet assez facilement d'identifier ce que sont les attributions d'un « dirigeant ». Selon le dictionnaire Larousse en ligne, le terme « direction » peut s'entendre de « **l'action [...] d'organiser, de gérer, d'administrer une entreprise** » [557]. Ainsi, le dirigeant est celui qui assure la gestion de la société, qui l'organise notamment du fait d'un pouvoir décisionnel qu'il détient, qui procède à des choix d'orientation dans l'activité de celle-ci en conformité avec l'objet social et les dispositions statutaires[558]. L'article 2380-*bis* du Code civil italien conforte cette conception de la fonction de direction, puisqu'il dispose que « *La gestion de l'entreprise relève de la compétence exclusive des administrateurs, qui accomplissent les opérations nécessaires à la réalisation de l'objet social* »[559].

La doctrine italienne s'accorde d'ailleurs à inclure dans la catégorie des dirigeants, les administrateurs et les directeurs généraux, les membres du conseil de gestion (l'équivalent de notre directoire), les personnes à la tête de l'établissement d'une société dotée d'une autonomie financière et de décision[560]. En revanche, certains auteurs

---

556 V. en ce sens : Maria Iride VANGELISTI qui évoque à propos de l'ancien article 171 du texte unique en matière d'intermédiation financière « **une identification ardue des sujets qui exercent des fonctions de direction** » ; texte original « ***un'ardua individuazione dei soggetti che svolgono funzioni direttive*** », *in* « Art. 171, comma 3, lett. c) e d) », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 926 ; Flavia SFORZA parle de « **critère vague** » (texte original : « ***criterio vago*** »), *in* « Art. 174 – False comunicazioni e ostacolo alle funzioni della Consob », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 949 ; Maria Teresa BALZANO, « Art. 171 – Tutela dell'attività di vigilanza », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 921 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Guido SPAGNOLO estiment quant à eux que « **[la disposition] ouvre de nombreux espaces d'incertitude quant aux fonctions de direction** » ; texte original « ***al contrario apre pericolosi spazi di indeterminatezza rispetto alle funzioni dirigenziali*** », *in Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 543.

557 http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.

558 Cass. pen., sez. V, 8 ott. 1991, *Rapisarda*, *C.E.D. Cass. pen.* 1991, massima n. 191212.

559 Texte original : « *La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale* » (art. 2380-*bis*, al. 1er, C. civ. it.).

560 V. en ce sens Alessio LANZI, Stefano PUTINATI, *Istituzioni di diritto penale dell'economia*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, p. 250 ; Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 29-30 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 70 ; Alessandro TRAVERSI, Sara GENNAI, *Diritto penale commerciale*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2012, p. 253 ;

semblent nettement dissocier les fonctions de gestion pure et les fonctions de contrôle de la gestion de la société, ces dernières relevant des attributions du conseil de surveillance pour les compagnies qui ont choisi la forme d'organisation dualiste. C'est pourquoi ces auteurs excluent les membres du conseil de surveillance de la catégorie des dirigeants[561] et par conséquent, à chaque fois que le législateur italien entend sanctionner pénalement ces personnes, il vise expressément cette catégorie ; c'est le cas de l'article 2638 du Code civil italien.

112. Les dirigeants responsables de l'information financière : Quant à la mention particulière au sein de cette même disposition des « *dirigeants chargés de la rédaction des documents comptables de la société* »[562], elle est justifiée par l'importance que revêt la charge de ces individus dans le cadre des relations de la société avec les autorités publiques de vigilance : les documents comptables doivent en effet présenter certaines caractéristiques et, notamment, donner une représentation fidèle de la situation économique, financière et patrimoniale de la société. Ainsi, leur présence au sein des auteurs potentiels des délits d'obstacle aux fonctions de telles autorités paraît évidente, d'autant que l'une de ces infractions peut prendre la forme de communication d'informations erronées à l'autorité. Les dirigeants chargés de la rédaction des documents comptables de la société ont été désignés dans l'article 7 de la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004 relative à l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché règlementé[563]. Cette disposition explique que « *la responsabilité des informations à élaborer conformément aux articles 4, 5, 6 et 16 incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance* ». Souvent, il s'agit du président du conseil d'administration ou du directeur général de la société, aidés dans cette mission des directions générales juridiques, du service *marketing* et/ou de la communication[564]. Sont

---

561 V. pour exemple Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 61.

562 Texte original : « *dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

563 Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

564 Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 56-57.

en particulier concernées les personnes qui, en vertu des articles 4 2. *c*)[565] et 5 2. *c*)[566] de la même directive, établissent des déclarations contenant leur nom et leurs fonctions et certifiant que les états financiers annuels et semestriels « *donnent une image fidèle et honnête des éléments d'actif et de passif, de la situation financière et des profits ou pertes de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation* » et que le rapport de gestion annuel « *présente un tableau fidèle de l'évolution et des résultats de l'entreprise et de la situation de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation* ».

113. Les dirigeants en charge de l'information financière, un doublon avec les auteurs déjà mentionnés : Toutefois, l'expression « *dirigeants chargés de la rédaction des documents comptables de la société* » contenue dans l'article 2638 du Code civil italien semble redondante par rapport à la mention explicite des administrateurs, directeurs généraux et membres du conseil de surveillance, considérés par la directive comme les débiteurs de l'obligation d'information périodique annuelle, semestrielle et trimestrielle, et donc responsables de l'élaboration, entre autres, des documents comptables. Cette nouvelle catégorie d'auteurs potentiels a été insérée au sein de l'article 2638 du Code civil italien par la loi n° 262 du 28 décembre 2005[567], soit un an

---

[565] L'article 4 2. c) de la directive relatif à l'information périodique annuelle énonce que « *2. Le rapport financier annuel comprend:*
[…]
c) des déclarations des personnes responsables au sein de l'émetteur, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, certifiant que, à leur connaissance, les états financiers établis conformément au corps de normes comptables applicable donnent une image fidèle et honnête des éléments d'actif et de passif, de la situation financière et des profits ou pertes de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et que le rapport de gestion présente un tableau fidèle de l'évolution et des résultats de l'entreprise et de la situation de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels ils sont confrontés ».

[566] L'article 5 2. c) de la même directive sur l'information périodique semestrielle dispose que « *2. Le rapport financier semestriel comprend:*
[…]
c) des déclarations des personnes responsables au sein de l'émetteur, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, certifiant que, à leur connaissance, le jeu d'états financiers résumés établi conformément au corps de normes comptables applicable donne une image fidèle et honnête des éléments d'actif et de passif, de la situation financière et des profits ou pertes de l'émetteur, ou de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation comme l'exige le paragraphe 3, et que le rapport de gestion intermédiaire comporte un tableau fidèle des informations exigées envertu du paragraphe 4 ».

[567] Legge del 28 dic. 2005, n. 262/2005, « *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari* », G.U. n. 301 del 28 dic. 2005, *suppl. ordinario* n. 208.

après la directive communautaire n° 2004/109 qui désigne les responsables de l'information financière ; or, déjà antérieurement à la transposition de cette directive, l'article 2423 alinéa 1er du Code civil italien intitulé « *Rédaction des états financiers* » précisait que « ***Les administrateurs*** *doivent rédiger les états financiers annuels, composés du bilan, du compte de résultat et de la note explicative* »[568]. Par ailleurs, la vérification des états financiers relève de la compétence des contrôleurs légaux des comptes[569], ou si la société intéressée n'est pas tenue de présenter des comptes consolidés, le conseil de surveillance peut y procéder[570]. Ainsi, les organes d'administration, de direction et de surveillance visés par l'article 7 de la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004[571] étaient déjà présents dans l'article 2638 du Code civil italien ; *a priori* une modification de cette dernière disposition n'était donc pas nécessaire.

114. Les raisons possibles de la désignation expresse des dirigeants en charge de l'information financière : Cependant, il est possible de penser que la réforme à laquelle a procédé le législateur, sous l'influence de la directive européenne à peine citée, n'avait pas tant pour objectif d'ajouter une nouvelle catégorie d'auteurs potentiels pour les infractions de l'article 2638, que de mettre en relief la responsabilité assumée par « *le dirigeant chargé de la rédaction des documents comptables de la société* »[572]. Cette hypothèse paraît être confortée par l'article 154-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, créé par cette même loi du 28 décembre 2005, qui a détaillé de façon explicite la fonction de cette nouvelle figure des sociétés et qui n'a pas manqué d'ajouter que les dispositions applicables aux administrateurs en matière de responsabilité s'appliquent également à ces dirigeants singuliers[573]. D'autre part, la

---

568 Mis en gras par nous. Textes originaux : « *Redazione del bilancio* » et « ***Gli amministratori*** *devono redigere il bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa* » (art. 2423, al. 1er, C. civ. it.).

569 Art. 2409-*bis*, C. civ. it.

570 Art. 2403, C. civ. it.

571 Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

572 Texte original : « *il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

573 Art. 154-*bis*, al. 6, TUF.

directive qui a inspiré cette modification vise l'harmonisation des obligations en matière d'information financière pour les émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché règlementé et elle est souvent évoquée par le biais de l'expression « directive *Transparence* ». C'est bien ce texte qui a conduit à l'ajout au sein de l'article 2638 du Code civil du « *dirigeant chargé de la rédaction des documents comptables de la société* ». L'ensemble de ces éléments démontre comment les institutions de l'Union européenne et les États membres attribuent à l'information des investisseurs opérant sur les marchés règlementés une place primordiale : d'ailleurs, le premier considérant de la directive du 15 décembre 2004 énonce que « *La divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante d'une confiance durable des investisseurs et permet d'apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs, ce qui renforce à la fois la protection des investisseurs et l'efficacité du marché* ». La « bonne information » du public est donc un élément indispensable à la transparence des marchés financiers : d'une part, plus elle est diffusée rapidement, plus la durée pendant laquelle sont susceptibles d'être commises opérations d'initiés est réduite ; d'autre part, le contrôle de la qualité de l'information par l'émetteur lui-même ou ses dirigeants et par l'autorité de marché contribue à prévenir la diffusion d'informations erronées ou imprécises. C'est pourquoi « *le dirigeant chargé de la rédaction des documents comptables de la société* » possède un rôle fondamental, en ce sens que la responsabilité de l'information financière repose en premier lieu sur sa personne.

b- L'extension de responsabilité aux dirigeants de fait par l'article 2639 du Code civil italien

115. L'assimilation des sujets de fait aux sujets de droit : L'article 2639 alinéa 1er du Code civil italien énonce que « *Pour les infractions prévues par le présent titre est assimilé au sujet formellement investi de la qualification ou au titulaire de la fonction prévue par la loi civile soit celui qui est tenu de remplir la même fonction, qualifiée de façon différente, soit celui qui exerce de façon continue et significative les pouvoirs typiques inhérents à la qualification ou à la fonction* »[574]. L'article continue en précisant dans son second alinéa

[574] Texte original : « *Per i reati previsti dal presente titolo al soggetto formalmente investito della qualifica o titolare della funzione prevista dalla legge civile è equiparato sia chi è tenuto a svolgere la stessa funzione,*

qu'« *En dehors des cas d'application des normes qui regardent les délits des officiers publiques contre l'administration publique, les dispositions de sanction relatives aux administrateurs s'appliquent également à ceux qui sont légalement chargés par l'autorité judiciaire ou par l'autorité publique de surveillance d'administrer la société ou les biens détenus ou gérés par elle pour le compte de tiers* »[575]. Sont donc concernées par l'extension de responsabilité applicable aux délits d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de vigilance de l'article 2638 du Code civil italien, les personnes qui exercent concrètement une fonction parfois qualifiée différemment par le code, ou encore ceux qui accomplissent de façon effective et continue les actes typiques relevant d'une fonction ou d'une qualification expressément prévue les textes.

116. Les personnes qui revêtent une fonction autrement mentionnée dans le Code civil : La première catégorie de personnes pourrait paraître énigmatique au vu de la manière dont le législateur l'a désignée par l'expression « *celui qui est tenu d'exercer la même fonction, qualifiée de façon différente* » sous-entendu par la loi civile ; mais en réalité, cette tournure s'explique aisément par l'adoption du décret législatif n° 6 du 17 janvier 2003[576], qui a réformé le droit des sociétés italien permettant ainsi, notamment aux sociétés par actions, de pouvoir choisir, à la place de la structure organisationnelle traditionnelle fondée sur les trois figures du conseil d'administration (assisté la plupart du temps des directeurs généraux[577]), du conseil de surveillance et des commissaires aux comptes[578], deux systèmes alternatifs d'organisation[579] : d'une part, le système dualiste qui comprend un conseil de gestion et un conseil de surveillance[580] et d'autre

---

diversamente qualificata, sia chi esercita in modo continuativo e significativo i poteri tipici inerenti alla qualifica o alla funzione » (art. 2639, al. 1er, C. civ. it.).

575 Texte original : « *Fuori dei casi di applicazione delle norme riguardanti i delitti dei pubblici ufficiali contro la pubblica amministrazione, le disposizioni sanzionatorie relative agli amministratori si applicano anche a coloro che sono legalmente incaricati dall'autorità giudiziaria o dall'autorità pubblica di vigilanza di amministrare la società o i beni dalla stessa posseduti o gestiti per conto di terzi* » (art. 2639, al. 2, C. civ. it.).

576 D.lgs. del 17 genn. 2003, n. 6, « Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366 », *G.U.* n. 17 del 22 genn. 2003, *suppl. ordinario* n. 8.

577 Art. 2396, C. civ. it.

578 Art. 2380-*bis* à 2409-*septies*, C. civ. it.

579 Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 23.

580 Art. 2409-*octies*, C. civ. it.

part, le système moniste composé d'un conseil d'administration et d'un comité de contrôle de gestion[581].

Or, les textes d'incrimination contenant la définition de la majeure partie des infractions en droit des sociétés, ou plus généralement en matière d'affaires, font référence aux seuls organes et composantes des sociétés ayant adopté le modèle traditionnel d'organisation, lequel s'applique à défaut d'une décision contraire choisissant l'un ou l'autre modèle alternatif[582]. Par exemple, ne sont pas expressément mentionnés dans de telles dispositions les membres du conseil de gestion des sociétés ayant opté pour le modèle dualiste, ni ceux du comité de contrôle de gestion pour celles qui ont préféré le système moniste d'organisation. Il fallait donc inclure de telles personnes dans le champ de la répression de ces infractions, car elles ne pouvaient pas réellement être considérées comme des « dirigeants de fait » possédant une qualité attribuée par le législateur, ni sanctionnées comme sujets de droit puisque ladite qualité n'était pas expressément mentionnée dans les textes d'incrimination[583]. Cependant, si l'interprétation analogique est prohibée lorsqu'elle vise à étendre la répression au profit de l'interprétation stricte de la loi pénale[584], l'interprétation téléologique, qui vise à prendre en considération non seulement la volonté du législateur mais également la finalité de la norme d'incrimination[585], aurait pu permettre la sanction de ces personnes : le législateur cherche simplement à sanctionner les dirigeants qui transmettent de fausses informations aux autorités publiques de surveillance ou qui entravent leurs activités, qu'ils appartiennent à une société ayant adopté un modèle d'organisation traditionnel, dualiste ou moniste et quelle que soit la désignation attribuée à leur fonction.

---

581 Art. 2409-*sexiesdecies*, C. civ. it.

582 Art. 2380, al. 1er, C. civ. it.

583 Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia,* vol. I, *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, pp. 154-155.

584 Roger MERLE, André VITU, *Traité de droit criminel, tome 1 – Problèmes généraux de la science criminelle. Droit pénal général*, Paris, Cujas, 4° éd., 1981, pp. 238-239 ; Jacques LEROY, *Droit pénal général*, L.G.D.J. (lextenso éditions), 5° éd., 2014, pp. 107-108 ; Harald RENOUT, *Droit pénal général*, Bruxelles, Larcier, Coll. « Paradigme », 18ème éd., 2013, p. 35 ; Thierry GARE, Catherine GINESTET, *Droit pénal et procédure pénale*, Paris, Dalloz, Coll. « Hypercours », 8° éd., 2014, pp. 21-22. pp. 135-138 ; Bernard BOULOC, *Précis de Droit pénal général*, Dalloz, 24° éd., 2015, pp. 135-138 ; Wilfrid JEANDIDIER, « Principe de légalité criminelle », *Juris.-cl. Pénal*, fasc. 20, 4 mai 2012, §§ 11-12 et 17-24.

585 Roger MERLE, André VITU, *op. cit.*, pp. 237-238 et pp. 241-243 ; Jacques LEROY, *op. cit.*, p. 108 ; Thierry GARE, Catherine GINESTET, *op. cit.*, pp. 21-22 ; Bernard BOULOC, *op. cit.*, pp. 135-138 ; Wilfrid JEANDIDIER, *op. cit.*, §§ 13-14 et 25-40.

Pourtant, l'article 2639 du Code civil qui étend la responsabilité de certaines dirigeants à d'autres sujets, vise « *celui qui est tenu d'exercer la même fonction, qualifiée de façon différente* » ; par le biais de ce texte, sont donc assimilés aux administrateurs (*amministratori*)[586] et aux directeurs généraux (*direttori generali*)[587] du système traditionnel, les membres du conseil de gestion du système dualiste (*consiglio di gestione*)[588] et les membres du conseil d'administration (*consiglio di amministrazione*)[589] du système moniste, toutes ces personnes étant chargées, de façon schématique, de gérer la société et d'accomplir les actes en vue de la réalisation de l'objet social, ainsi que de la représenter auprès de tiers ; de même, le conseil de surveillance du premier modèle (*consiglio di sorveglianza*)[590] et les membres du comité de contrôle de la gestion (*comitato per il controllo sulla gestione*)[591] correspondent aux membres du conseil de surveillance du système traditionnel (*sindaci*)[592] et éventuellement aux commissaires aux comptes (*revisori*)[593], puisque l'ensemble de ces individus vérifie que les actes accomplis par les gestionnaires sont conformes à l'objet social défini dans les statuts, s'assure de l'adéquation de l'organisation administrative et financière de la société à la réalisation des objectifs sociaux et vérifie la régularité des comptes. Par conséquent, le critère déterminant qui autorise l'assimilation entre deux individus est bien la fonction exercée par ceux-ci, peu importe la qualification que le législateur lui a donnée ; c'est ce que confirment Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI qui expliquent que « le législateur a entendu assimiler au sujet qualifié formellement ou au titulaire de la fonction celui, qui, à l'intérieur de la société, est, en tout état de cause, légitime pour exercer les activités correspondant aux qualifications subjectives « classiques », même si c'est en vertu d'une « investiture » formelle autrement définie, *ex lege* d'ailleurs »[594].

---

[586] Art. 2380-*bis* et 2384, C. civ. it.
[587] Art. 2396, C. civ. it.
[588] Art. 2409-*nonies*, C. civ. it.
[589] Art. 2409-*septiesdecies*, C. civ. it.
[590] Art. 2409-*terdecies*, C. civ. it.
[591] Art. 2409-*octiesdecies*, C. civ. it.
[592] Art. 2403, C. civ. it.
[593] Art. 2409-*bis*, C. civ. it.
[594] Texte original : « *il legislatore ha inteso equiparare il soggetto formalmente qualificato o titolare della funzione colui, che, all'interno della compagine societaria, sia, comunque, legittimato a svolgere attività corrispondenti alle "classiche" qualifiche soggettive, anche se in ragione di una "investitura" formale altrimenti definita, appunto, ex lege* », *in* Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 25.

117. Les personnes qui exercent les prérogatives caractéristiques d'une qualification ou d'une fonction : A côté de cette première catégorie, est assimilé aux personnes expressément visées par les textes incrimination des infractions en matière de sociétés, « *celui qui exerce de façon continue et significative les pouvoirs typiques inhérents à la qualification ou à la fonction* »[595]. Il s'agit du pur « sujet de fait », c'est-à-dire celui qui n'a aucune fonction formelle ni en vertu de la loi, ni en vertu des statuts de la société, et qui pourtant exerce certains pouvoirs attribués par le législateur à une fonction déterminée. Ce peut être également une personne qui a été désignée par l'un des organes de la société pour revêtir l'une des qualifications prévues par le législateur, mais dont l'acte de nomination est invalide en raison d'une irrégularité dans la procédure ou dans la décision en résultant, dès lors que celle-ci accomplit de façon courante les actes indissociables de cette qualification[596]. Deux conditions sont donc nécessaires pour que l'assimilation soit efficace : en premier lieu, l'intéressé doit exercer « *les pouvoirs typiques inhérents à la fonction ou à la qualification* » ; en second lieu, il doit le faire « *de façon continue et significative* ».

Quant à la première condition, il est possible de parler de pouvoirs typiques lorsque ceux-ci, fréquemment mis en œuvre, sont les plus représentatifs de la fonction ou de la qualification. Sont en revanche exclues « **les attributions atypiques et marginales** »[597], c'est-à-dire celles qui ne sont pas associées de façon naturelle à la qualification ou à la fonction. Plus précisément, les pouvoirs typiques sont ceux que la loi, en particulier civile, associe expressément à une telle fonction ou qualification[598].

Quant à la seconde condition, l'exercice de ces attributions doit être significatif en ce que l'accomplissement d'actes isolés, rares ou irréguliers, ne permet pas l'extension de responsabilité[599]. Il n'est toutefois pas nécessaire que le sujet accomplisse tous les actes inhérents à la fonction ou à la qualification ; il peut s'agir d'une partie d'entre eux seulement, dès lors que ce dernier les exerce de façon courante[600] et qu'il ne s'agit pas

---

[595] Art. 2639, C. civ. it.

[596] V. en ce sens, Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *ibid*.

[597] Texte original : « ***attribuzioni atipiche e marginali*** », *in* Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, pp. 19-20.

[598] V. en ce sens Ciro SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società. Le previsioni sanzionatorie fra vecchia e nuova disciplina. Delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, UTET, 2003, p. 18.

[599] Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *ibid.*

[600] Cass. pen., sez. V, 14 apr. 2003, n. 22413, *Sidoli*, *C.E.D. Cass. pen.* 2003, massima n. 224948 ; *Riv. trim. dir. pen. economia* 2003, p. 918 ; *Cass. pen.* 2005, fasc. 3, pp. 945-949 ; également Cass. pen., sez. V, 17 ott. 2005, n. 43388, *Carboni*, *C.E.D. Cass. pen.* 2005, massima n. 232456.

simplement d'une ingérence occasionnelle[601]. Cette exclusion de l'ingérence casuelle est également la conséquence de la nécessité d'un exercice continu des pouvoirs typiques de la fonction ou de la qualification, c'est-à-dire d'une mise œuvre « prolongée dans le temps »[602]. Si l'un de ces éléments manque, l'auteur de l'acte illicite n'échappera pas nécessairement à la répression, puisque le mécanisme de « concours de personnes à l'infraction »[603], l'équivalent de la « complicité » française, pourra être mis en œuvre en vertu des articles 110 et suivants du Code pénal italien si toutes les conditions sont réunies[604], c'est-à-dire dès lors que l'intéressé qui accomplit l'acte en cause, a conscience de la qualité du sujet de droit et du fait que cette qualité est nécessaire pour que l'infraction soit imputée à ce dernier.

2. La catégorie résiduelle des auteurs des délits de l'article 2638 du Code civil italien

118. Les autres sujets soumis en vertu de la loi aux autorités publiques de surveillance, ou tenus à certaines obligations à leur égard : Ces personnes viennent s'ajouter aux administrateurs, membres du conseil de surveillance, commissaires aux comptes et liquidateurs au sein de la catégorie des auteurs potentiels des délits d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance de l'article 2638 du Code civil italien. L'expression utilisée par cet article est plutôt vague et imprécise et ne permet pas d'identifier spécifiquement les sujets concernés. Ce manque de netteté résulte principalement de la locution « *en vertu de la loi* » et en l'absence de déterminant

---

601 Andrea PERINI, « Altri profili di novità in materia penale societaria » *in* Gabriele COTTINO, Guido BONFANTE, Oreste CAGNASSO, Paolo MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Coll. « Le riforme del diritto italiano », Torino, Zanichelli editore, 2009, pp. 1402-1403.

602 Texte original : « ***protratto nel tempo*** », *in* Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 20.

603 Texte original : « *concorso di persone nel reato* » (Chap. III, Livre 1er, C. pén. it.).

604 V. en ce sens Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 30.

devant le nom « obligations »[605]. Au vu de ses caractéristiques, cette catégorie apparaît hétéroclite, ce que confirment quelques auteurs[606].

En premier lieu, cette expression inclut incontestablement tous ceux qui sont soumis aux obligations de communication et d'information à l'attention des investisseurs, prévues notamment aux articles 114 et suivants du texte unique en matière d'intermédiation financière. Ces dernières peuvent avoir pour objet l'information comptable par exemple[607] ou encore les informations dites privilégiées[608]. Autrement dit, sont susceptibles de commettre les délits de l'article 2628 du Code civil italien, les individus ou entités chargés de la diffusion de l'information soumise au contrôle des autorités publiques de surveillance, et plus particulièrement à celui de la Consob et de la Banque d'Italie[609]. Les dispositions à peine citées démontrent qu'il revient à la loi, au sens large, d'indiquer quel sujet est soumis à quelles obligations[610] ; plus précisément, c'est le décret législatif n° 58 du 24 février 1998[611], modifié de nombreuses fois par la suite, qui a posé la majorité des obligations en matière de communication financière.

En second lieu, il paraît concevable d'inclure dans cette catégorie les personnes qui souhaitent être cotées sur un marché et qui sont soumises à une obligation d'information à l'égard du public[612], notamment du fait de la nécessité d'émettre un prospectus en cas d'appel public à l'épargne (art. 94 s., TUF), ou encore les sociétés de contrôle des comptes lesquelles sont obligées de communiquer certains faits à la Consob

---

605 Dans la version italienne, la disposition est rédigée de la façon suivante « *tenuti ad obligghi* », c'est-à-dire sans aucun déterminant.

606 Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *op. cit.*, p. 292 ; Ciro SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società. Le previsioni sanzionatorie fra vecchia e nuova disciplina. Delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, UTET, 2003, pp. 349-350.

607 Art. 117, TUF

608 Art. 114, TUF.

609 V. en ce sens Maria Teresa BALZANO, « Art. 171 – Tutela dell'attività di vigilanza », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 924.

610 Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *op. cit.*, p. 292 **;** Ciro SANTORIELLO, *op. cit.*, pp. 349-350 ; Gabriele SCIUMBATA, *I reati societari*, Coll. « La riforma del diritto societario », Milano, Giuffrè, 2002, p. 107 ; Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 625-626.

611 D.lgs. del 24 febb. 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998.

612 Raffaele d'AMBROSIO, *ibid*.

et à la Banque d'Italie[613]. Par conséquent, il peut s'agir de personnes physiques comme les promoteurs financiers et les agents de change, celles qui travaillent pour des sociétés exerçant une activité bancaire, de crédit ou dont les titres sont admis à la cotation sur les marchés objets de la surveillance de la Consob, c'est-à-dire principalement les marchés règlementés et les systèmes multilatéraux de négociation.

Pour autant, les personnes qui opèrent sur d'autres types de plateformes de négociations de valeurs mobilières ne sont pas exclues de la répression des délits de l'article 2638 du Code civil italien. Avant son abrogation par le décret législatif n° 61 du 11 avril 2002 et sa substitution par la disposition à peine citée, l'article 171 alinéa 3, *d*) du texte unique en matière d'intermédiation financière, par renvoi aux articles 78 et 79 du même texte, prévoyait expressément que pouvaient également constituer des auteurs potentiels du délit d'obstacle à l'activité de surveillance de la Banque d'Italie et de la Consob, les organisateurs de transferts interbancaires de fonds ou d'échanges d'instruments financiers sur les marchés non règlementés mais organisés, les opérateurs qui procèdent à de tels échanges et les émetteurs d'instruments financiers négociés hors les marchés règlementés. Malgré la disparition de ce délit, les individus énumérés demeure concernés par la répression mise en œuvre par le Code civil italien, puisque les sujets qui gèrent un système multilatéral de négociation ou un internaliseur systématique, ou encore les opérateurs qui organisent les échanges de fonds monétaires en euros peuvent être soumis à des requêtes de la Consob, tendant à l'obtention d'informations ou de documents déterminés[614].

3. L'article 2638 du Code civil italien et la responsabilité des entités

119. La répression des infractions de l'article 2638 du Code civil italien à l'égard des personnes morales : Les délits d'obstacle à l'exercice des fonctions des autorités publiques de surveillance sont mentionnés à l'article 25-*ter*, alinéa 1er, *s*) du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 relatif à la responsabilité administrative des personnes morales, des sociétés et des associations même privées de la personnalité juridique,

[613] Raffaele d'AMBROSIO, *ibid*.
[614] Art. 77-*bis* à 79, TUF.

dérivant de la commission d'une infraction pénale[615]. La responsabilité des personnes morales est, en Italie, de nature spéciale, en ce sens que les infractions qui donnent lieu à sa mise en œuvre doivent être spécifiquement prévues par un texte. C'est le cas des délits de l'article 2638 du Code civil qui sont visés par le décret législatif du 8 juin 2001. Par conséquent, les émetteurs pourront voir leur responsabilité engagée, à l'image des personnes physiques énumérées dans l'article 2638 du Code civil, dès lors que les infractions prévues par cet article auront été commises « *dans leur intérêt ou à leur avantage* »[616], « *par des personnes qui revêtent des fonctions de représentation, d'administration ou de direction* »[617] ou « *par des personnes soumises à la direction ou à la surveillance* »[618] des sujets de la première catégorie. Autrement dit, l'infraction peut être le fruit tant d'un dirigeant que d'un préposé, étant évident que dans la première hypothèse, il importe peu qu'il s'agisse d'un sujet de droit ou de fait.

120. Les auteurs potentiels des autres conduites d'obstacle aux fonctions des autorités de surveillance : Les délit français des articles L. 642-2 du Code monétaire et financier 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, et les manquements administratifs correspondants des articles L. 621-15, II, f) du même code et 187-*quinquiesdecies* du même texte, sont des conduites illicites qui peuvent être mises en œuvre par quiconque ; toute personne peut voir sa responsabilité engagée quelle que soit sa qualité. Seulement, il paraît plus vraisemblable que soient impliqués les dirigeants des sociétés, qui exercent cette fonction de droit ou de fait, parce qu'ils sont les interlocuteurs privilégiés des autorités de surveillance des marchés[619]. Cependant, il

---

[615] D.lgs. del 8 giugno 2001, n. 231/2001, « Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300 », *G.U.* n. 140 del 19 giugno 2001.

[616] Texte original : « *nel suo interesse o a suo vantaggio* » (art. 5, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001).

[617] Texte original : « *da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione* » (art. 5, al. 1er, *a*) d.lgs. n° 231/2001).

[618] Texte original : « *da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza* » (art. 5, al. 1er, *b*) d.lgs. n° 231/2001).

[619] L'article 7 de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 précise en effet que « *Les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations à élaborer et à publier conformément aux articles 4, 5, 6 et 16 incombe* ***au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance*** *et à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité s'appliquent aux émetteurs, aux organes visés par le présent article ou aux personnes responsables au sein des émetteurs* » (mis en gras par nous, directive dite « *Transparence* » sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les

n'est pas exclu que des employés entravent l'activité de ces dernières, en particulier s'ils ont reçu des instructions en ce sens.

121. La subsidiarité des autres conduites d'obstacle aux fonctions des autorités de surveillance : L'utilisation effective de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière tout comme celle de l'article 187-*quinquiesdecies* du même texte, semble compromise par la nature résiduelle de ces deux dispositions qui peut être déduite de l'incise initiale formulée de la façon suivante : « *Hors les cas prévus par l'article 2638 du Code civil* »[620]. Une telle limitation du champ d'application paraît d'autant plus vraisemblable que l'article 2638 englobe quasiment toutes les personnes susceptibles de commettre le délit[621] en visant les sujets autres que les dirigeants « *soumis en vertu de la loi aux autorités publiques de surveillance, ou tenus à certaines obligations à leur égard* ».

Par conséquent, ce sont des individus qui ne sont pas soumis au contrôle des autorités publiques de surveillance qui peuvent être sanctionnés au titre de l'article 170-*bis* ou 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'intermédiation financière. Ce pourrait être par exemple de simples préposés des émetteurs qui disposent de certaines informations et qui les communiquent de façon spontanée auxdites autorités, alors qu'aucune obligation ne pèse sur eux, ou encore les membres d'autorités administratives de surveillance étrangère qui communiquent avec la Consob ou la Banque d'Italie. Pour toutes les autres personnes qui entrent également dans les catégories de l'article 2638 du Code civil, c'est cette disposition qui s'applique dès lors que les éléments constitutifs des délits prévus par cette dernière sont réunis. En revanche, les personnes morales ne peuvent être appréhendées qu'exclusivement sur le fondement de la disposition civiliste, puisque le délit de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière ne fait pas partie des infractions mentionnées dans le décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 relatif à la responsabilité des personnes

---

émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57).

[620] Texte original : « *Fuori dei casi previsti dall'articolo 2638 du Code civil* » (art. 170-*bis* et 187-*quinquiesdecies*, TUF).

[621] V. en ce sens Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 212.

morales, des sociétés et des associations mêmes privées de la personnalité juridique[622]. Or une prévision expresse est nécessaire du fait de la nature spéciale de la responsabilité instaurée.

Après avoir énuméré les individus susceptibles de commettre des infractions d'obstacle à l'exercice des fonctions des autorités publiques de surveillance, il convient de préciser quelles sont les autorités dont le législateur tente de préserver l'activité grâce aux différents délits et aux manquements administratifs.

B- Les autorités publiques de surveillance protégées

122. L'Autorité des marchés financiers, la Consob et la Banque d'Italie : L'ancien article 10 de l'ordonnance française du 28 septembre 1967[623] tel que modifié par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988[624] sur les bourses de valeur était destinée à protéger les missions de la Commission des opérations de bourse ; suite à la création du Code monétaire et financier par l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000[625], l'infraction a été transférée à l'article L. 642-3 de ce code, mais son champ d'application est resté le même laissant en dehors de toute protection le Conseil des marchés financiers. Enfin, la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière[626] a déplacé le délit à l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier qui regarde aujourd'hui l'Autorité des marchés financiers. Il en est de même pour le manquement de l'article L. 621-15, II, f) du même code.
En Italie, les articles 3 alinéa 3, 5-*quinquies* et 17-*in fine* de la loi n° 216/1974 du 8 juin 1974[627], ainsi qu'ultérieurement l'article 8 de la loi n° 157/1991 du 17 mai 1991[628],

---

622 D.lgs. del 8 giugno 2001, n. 231/2001, « Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300 », *G.U.* n. 140 del 19 giugno 2001.
623 Ordonnance n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 29 sept. 1967, p. 9589.
624 Loi n° 88-70 du 22 janv. 1970 sur les bourses de valeur, *J.O.R.F.* du 23 janv. 1988, p. 1111.
625 Ordonnance n° 2000-1223 du 14 déc. 2000 relative à la partie Législative du code monétaire et financier, *J.O.R.F.* n° 291 du 16 déc. 2000, p. 20004.
626 Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *J.O.R.F.* n° 177 du 2 août 2003, p. 13220.
627 Legge del 7 giugno 1974, n. 216/1974, « istitutiva della Consob », *G.U.* n. 149 del 8 giugno 1974.

sanctionnaient les conduites d'entrave aux missions de la Consob. Par la suite, les articles 171 et 174 du texte unique en matière d'intermédiation financière, institués par le décret législatif n° 61 du 11 avril 2002[629], ont élargi le champ de la répression de ces infractions à la Banque d'Italie, et les articles 170-*bis* et 187-*quinquiesdecies* issus de la loi n° 62/2005 du 18 avril 2005[630] s'inscrivent dans leur sillage.

123. La finalité initiale de simplification poursuivie par l'article 2638 du Code civil italien : La disposition, telle que formulée par le décret législatif du 11 avril 2002 précité, a créé deux délits d'obstacle à l'exercice des fonctions « *des autorités publiques de surveillance* »[631]. A l'origine, cet article poursuivait un objectif de rationalisation, en ce sens qu'il visait à regrouper en un seul texte toutes les infractions d'obstacle aux autorités administratives de surveillance[632], d'où l'utilisation d'une formulation générale qui présente cependant l'inconvénient d'être imprécise.

124. La multiplicité des autorités de surveillance concernées par les délits de l'article 2638 du Code civil italien : Par exemple, Enrico AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI et Mauro RONCO se demandent « *si la règle s'adresse aux seules autorités qui opèrent directement sur les marchés financiers [...], ou si elle s'étend de façon résiduelle y compris à toutes les autres autorités instituées par l'ordre juridique [...]* »[633]. Ces auteurs optent pour la seconde option afin d'attribuer à l'article 2638 du Code civil un champ

---

628 Legge del 17 maggio 1991, n. 157/1991, « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le Società e per la Borsa », *G.U.* n. 116 del 20 maggio 1991.

629 D.lgs. del 11 apr. 2002, n. 61 « Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 », *G.U.* n. 88 del 15 apr. 2004.

630 Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76.

631 Texte original : « *autorità pubbliche di vigilanza* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

632 Eleonora MONTANI, « Le attività di ostacolo : 'Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza : art. 2638 c.c.' », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 198 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 198-199.

633 Texte original : « *se il precetto si rivolga alle sole autorità direttamente operanti nei mercati finanziari [...], oppure si estenda in via residuale anche a tutte le altre autorità previste dall'ordinamento [...]* », *in* Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 220.

d'application le plus large possible[634]. A l'inverse, d'autres auteurs estiment que la disposition doit se limiter aux autorités qui opèrent dans le secteur des marchés financiers ; il s'agit principalement de la Consob, de la Banque d'Italie, de l'Isvap qui est l'autorité de surveillance sur les assurances privées, de l'Autorité garante de la concurrence et du marché[635].

La jurisprudence semble confirmer l'interprétation restrictive de l'expression « *autorités publiques de surveillance* », en expliquant que l'article 2638 du Code civil instaure une protection de la mission de ces autorités « *afin de garantir la fiabilité au sein* ***des marchés*** *et des rapports avec le public* »[636]. Cependant, comme cela a déjà été expliqué, l'article 2638 se trouve dans le Titre V (« *Des sociétés* ») du Livre V (« *Du travail* ») du Code civil italien[637]. Ainsi, devraient être concernées par la disposition, toutes les autorités publiques de surveillance, qui exercent un contrôle direct ou un direct sur les sociétés, ou encore qui ont un lien avec elles du fait de leurs fonctions ; de ce fait, pourraient être incluses dans le champ d'application de cet article[638], « l'Autorité garante de la protection des données personnelles »[639] ou encore « l'Autorité pour la garantie des communications »[640].

---

634 Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *ibid.* ; il est en est de même pour Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, pp. 197-198.

635 Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 199. Cet avis est partagé par Eleonora MONTANI, « Le attività di ostacolo : 'Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza : art. 2638 c.c.' », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 199.

636 Mis en gras par nous ; texte original : « *al fine di garantire l'affidabilità* ***nel mercato*** *e nel rapporto con il pubblico* », Cass. pen., sez. VI, 24 ott. 2005 n. 44234, *Greco*, in *C.E.D. Cass. pen.* 2005, massima n. 232849.

637 Textes originaux : « *Delle società* » (Titre V, Livre V, C. civ. it.) et « *Del lavoro* » (Livre V, C. civ. it.).

638 Partage cet avis Eleonora MONTANI, « Le attività di ostacolo : 'Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza : art. 2638 c.c.' », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 199 ; v. également, Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia,* vol. I, *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, p. 328.

639 Nom original : « *l'Autorità garante dei dati personali* » créée par la loi n° 675 du 31 décembre 1996 (Legge del 31 dic. 1996, n. 675, « Tutela delle persone e di altri soggetti rispetto al trattamento dei dati personali », *G.U.* n. 5 dell'8 genn. 1997, *suppl. ordinario* n. 3).

640 Nom original : « *l'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni* » instituée par la loi n° 249 du 31 juillet 1997 (Legge del 31 luglio 1997, n. 249, « Istituzione dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni e norme sui sistemi delle telecomunicazioni e radiotelevisivo », *G.U.* n. 177 del 31 luglio 1997, *suppl. ordinario* n. 154).

125. Les fonctions des autorités publiques de surveillance protégées par l'article 2638 du Code civil italien : En second lieu, il convient de s'interroger sur le type d'activités couvertes par la répression prévue par la disposition civile. Les mêmes observations valent pour les articles 170-*bis* et 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'intermédiation financière. Selon Raffaele d'AMBROSIO, ne sont protégées par l'infraction que les fonctions de surveillance et de contrôle, et non les autres fonctions[641] telles que la médiation entre les prestataires de service d'investissement et les investisseurs, les prérogatives en matière d'élaboration de la règlementation ou les fonctions para-juridictionnelles qui leur permettent de sanctionner les manquements à leurs règlements. De nombreux auteurs confirment cette théorie et par conséquent, s'attachent à décrire la fonction de surveillance des autorités publiques.

Enzo MUSCO explique que celle-ci « se traduit par un pouvoir d'investigation entendu comme le contrôle exercé a priori ou a posteriori à des phases ou à des moments déterminés de l'activité des sujets soumis à [ces autorités] »[642]. La fonction de surveillance semble donc correspondre aux activités destinées à contrôler que les sujets soumis aux autorités publiques respectent les obligations qui leur incombent, activités mises en œuvre par le biais de pouvoirs d'enquête divers. C'est ce qu'indique Maria Iride VANGELISTI qui estime que « l'activité de surveillance peut se manifester dans une requête tendant à la communication de données, informations, actes et documents, dans l'exécution d'inspections, dans l'injonction visant la présentation de documents ou dans l'accomplissement d'actes déterminés »[643]. Par conséquent, les pouvoirs d'enquête et de contrôle des autorités publiques de surveillance constituent l'objet de la protection instaurée par les délits de l'article 2638 du Code civil italien et

---

641 Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 624.

642 Alberto ALESSANDRI, « Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società. D.Lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, Milano, Giuffrè, 2002, p. 257, cité par Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 289 et par Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, vol. I, *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, p. 327.

643 Texte original : « *l'attività di vigilanza può estrinsecarsi nella richiesta di comunicazione di dati, notizie, atti e documenti, nell'esecuzioni di ispezioni, nella richiesta di esibizione di documenti o nel compimento di determinati atti* », *in* Maria Iride VANGELISTI, « Art. 171, comma 3, lett. c) e d) », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 925.

des dispositions du texte unique en matière d'intermédiation financière. Il s'agit d'une acception large de la fonction de surveillance qui regroupe y compris les missions de contrôle et d'enquête, employée uniquement pour ces infractions et différente de la mission de surveillance définie précédemment[644].

Une interprétation diverse doit être mise en œuvre pour l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier français qui réprime le fait de « *mettre obstacle à* ***une mission de contrôle ou d'enquête*** *de l'Autorité des marchés financiers effectués dans les conditions prévues aux articles L. 621-9 à L. 621-9-2* »[645]. Ces dernières dispositions visent les mesures accomplies par l'organe soit lors d'opérations courantes de contrôle, soit dans le cadre d'une enquête décidée par le secrétaire général ou son adjoint. Ne sont donc pas explicitement visées les prérogatives exercées par les agents de l'autorité française dans le cadre d'une mission de surveillance, et ce, en vertu du principe d'interprétation stricte de la loi pénale. Enfin, concernant le manquement administratif d'obstacle aux fonctions de l'Autorité des marchés financiers, ne sont visées que les enquêtes, mais la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 prévoit de l'étendre aux missions de contrôle[646] et de surveillance de l'article L. 621-8-4[647] du Code monétaire et financier.

Les auteurs potentiels de ces infractions et les autorités concernées par la répression ayant été précisés, il convient d'en analyser les éléments matériels et moraux.

Paragraphe 3. Les éléments constitutifs des infractions destinées à protéger les activités de surveillance et de contrôle des autorités administratives de régulation des marchés

126. La structure traditionnelle des infractions d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance : De façon classique, l'élément matériel des infractions (A) sera étudié avant leur élément moral (B).

---

[644] Cf. § 88, pp. 147-148 des présents travaux.

[645] Mis en gras par nous.

[646] Art. 7, 2°, *a*) de la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[647] Art. 7, 2°, *b*) de la même proposition de loi.

A- L'élément matériel des infractions d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance

127. Un élément matériel commun aux infractions italiennes et françaises : L'article L. 642-2 du Code monétaire et financier français dispose qu'« *est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amconrèteende de 300 000 euros le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'Autorité des marchés financiers effectués dans les conditions prévues aux articles L. 621-9 à L. 621-9-2 ou de lui communiquer des renseignements inexacts* ». Déjà l'article 10 alinéa 2, de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 visait « *tout obstacle mis à l'exercice des missions des agents habilités* » de la Commission des opérations de bourse. L'expression « faire obstacle »[648] est également utilisée par les textes d'incrimination italiens : en effet, elle apparaissait dans l'article 3 alinéa 3, de la loi n° 216/974 du 6 juin 1974, dans l'article 8 de la loi n° 157/1991 du 17 mai 1991, dans l'ancien article 171 alinéa 2, du texte unique en matière d'intermédiation financière et se trouve toujours dans les articles 170-*bis* du même texte et 2638 alinéa 2 Code civil italien. L'article L. 621-15, II, f) du Code monétaire et financier, quant à lui, ne contient pas de formulation similaire, mais vise des comportements qui peuvent aboutir à faire obstacle aux activités de l'autorité française, puisqu'il sanctionne « *toute personne qui* […] *refuse de donner accès à un document, quel qu'en soit le support, et d'en fournir une copie, refuse de communiquer des informations ou de répondre à une convocation, ou refuse de donner accès à des locaux professionnels* ».

De même, la conduite de communication de renseignements inexacts[649] est présente dans la plupart des définitions des infractions italiennes, souvent accompagnée d'une conduite d'omission[650] : elle était prévue par l'article 17-*in fine* de la loi du 6 juin 1974 précitée, par les anciens articles 171 alinéa 1er et 174 alinéa 1er du Texte unique en matière d'intermédiation financière. Elle est toujours existante dans l'article 2638 alinéa 1er du même code.

Enfin, un troisième type de conduite revient de façon régulière dans les définitions des infractions d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance ; il s'agit du

[648] Le terme utilisé par les dispositions italiennes est le verbe « *ostacolare* ».

[649] La formulation italienne la plus fréquemment utilisée est la suivante : « *esposizione di fatti non rispondenti al vero* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

[650] La conduite d'omission se manifeste par l'usage du verbe « *omettere* ».

retard dans la réponse adressée aux requêtes émises par lesdites autorités ou dans l'exécution de leur injonction. Ce comportement considéré comme moins grave est davantage caractéristique des anciennes contraventions, telles que celles des articles 5-*quinquies* et 17-*in fine* la loi du 6 juin 1974, 8 de la loi du 17 mai 1991, ou des manquements administratifs comme celui de l'article 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'intermédiation. Il convient à présent d'examiner chacune de ces conduites de façon détaillée en commençant par la fourniture de renseignements inexacts (1), puis en continuant par le fait de cacher certains éléments qui auraient dû être communiqués (2), pour finir par les conduites d'entrave (3).

1. Les déclarations mensongères

128. La communication d'informations erronées : L'article L. 642-2 du Code monétaire et financier français sanctionne le fait de « *communiquer* [à l'Autorité des marchés financiers] *des renseignements inexacts* ». Le nom « renseignement » ne pose pas de difficulté de compréhension : selon le dictionnaire Larousse en ligne, il peut être défini comme « une indication, une information, un éclaircissement donnés sur quelqu'un ou quelque chose »[651]. Quant à l'adjectif « inexact », il se voit attribuer le sens suivant par le même dictionnaire : « qui n'est pas conforme à la réalité »[652]. Ainsi, seront considérées comme inexactes la communication d'informations erronées, les indications relatives à des événements qui ne se sont pas produits ou qui ont eu lieu dans des circonstances diverses de celles qui sont énoncées, ou encore dont les conséquences ou la portée ont été exagérées. En l'absence de toute précision contraire, il semblerait que la communication dont il est question dans cette disposition fasse référence aux informations transmises soit de façon spontanée, soit en vertu des obligations légales d'information destinées à l'Autorité des marchés financiers, soit suite à une requête émise par cette dernière.

129. L'objet non identifié des renseignements inexacts communiqués : L'objet des renseignements transmis n'est pas mentionné, mais la définition de l'information privilégiée donnée par l'article 621-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés

---

[651] http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.
[652] *Ibid*.

financiers peut aider à son identification. En vertu de la disposition précitée, cette information particulière « *concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers* ». Il est par conséquent concevable d'envisager que ces renseignements concernent l'état financier de la société, la composition de son patrimoine, les modalités des opérations financières réalisées ou à venir, et plus généralement toutes les indications susceptibles d'être requises par l'Autorité des marchés financiers. Cette analyse de l'article L. 642 -2 du Code monétaire et financier français peut partiellement être transposée aux textes d'incrimination italiens.

L'article 2638 alinéa 1er du Code civil sanctionnent les sujets énumérés précédemment qui « ***exposent*** *dans les communications adressées aux autorités précitées [et] prévues en vertu de la loi,* ***des faits matériels non conformes à la réalité****, même s'ils sont l'objet d'évaluations, sur la situation économique, patrimoniale ou financière des sujets soumis à leur surveillance* »[653]. La commission du délit exige bien la mise en œuvre d'une action, celle de la présentation de faits qui ne correspondent pas à la réalité, autrement dit, la transmission d'informations fausses[654]. Sont visés des faits précis, ce qui pousse certains auteurs à exclure les évaluations dépourvues de tout lien avec des données établies et dont les résultats sont obtenus sans réelle méthode scientifique. A titre d'exemple, Raffaele d'AMBROSIO estime que l'expression « *faits* […], *même s'ils font objet d'évaluations* » utilisée par l'article 2638 du Code civil italien écarte « les prévisions, les pronostics, l'annonce de projets de choses semblables, c'est-à-dire toutes les évaluations de nature purement subjective »[655]. Par conséquent, se pose la question de savoir quelles sont les évaluations qui entrent dans le champ de l'infraction pénale. Quelques éléments de réponse peuvent être trouvés dans une décision du tribunal pénal de Venise du 9 octobre 1996, qui utilise comme critère de distinction entre les

---

653 Mis en gras par nous. Texte original : « *nelle comunicazioni alle predette autorità previste in base alla legge, al fine di ostacolare l'esercizio delle funzioni di vigilanza,* ***espongono fatti materiali non rispondenti al vero****, ancorché oggetto di valutazioni, sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei sottoposti alla vigilanza* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

654 V. en ce sens Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3nda ed., 2007, pp. 292-293 ; V. Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 204.

655 Texte original : « ***le previsioni, i pronostici, l'enunciazione di progetti o simili, vale a dire tutte le valutazioni di natura meramente soggettiva*** », in Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 628-629.

estimations susceptibles d'être considérées comme pénalement répréhensibles et les autres, le critère de la « **limite dans la marge de manœuvre posée par le respect des normes techniques d'évaluation** »[656]. Peuvent donc être sanctionnées les hypothèses basées sur des données établies et objectives, et dont la survenance est vraisemblable, et non les conjectures susceptibles d'être renversées car fondées sur des données laissant place à l'interprétation personnelle.

130. L'exception constituée par l'article 2638 du Code civil italien : Contrairement à la disposition française, la disposition civile italienne précise l'objet des communications susceptibles d'être erronées : celles-ci doivent concerner « *la situation économique, le bilan ou la situation financière des sujets soumis à leur surveillance* »[657] mais aussi les « *biens possédés ou administrés par la société pour le compte de tiers* »[658], c'est-à-dire « **le secteur des gestions collectives et individuelles de patrimoines mobiliers, mais aussi et plus généralement toute activité réalisée par les intermédiaires pour le compte de tiers** »[659]. De façon surprenante, l'auteur exclut les biens immobiliers ce qui ne semble pas pertinent en l'absence de précision contraire. Les informations transmises à ces autorités peuvent donc par exemple regarder la comptabilité de l'entreprise, son état d'endettement, les stocks qu'elle détient, les capitaux propres dont elle dispose, etc. Au contraire, semble devoir être exclues les indications relatives à l'organisation interne de la société, aux procédures de contrôle mises en place, ou encore aux nominations de nouveaux dirigeants[660].

---

656 Texte original : « ***limite di discrezionalità posto dall'osservanza di norme tecniche di valutazione*** », Trib. Venezia, sez. pen. I, 9 ott., 1996, sentenza n. 537, *Segre*, in *Cass. pen.*, 1997, p. 2265, con nota di Marco CERASE ; v. dans le même sens Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI qui placent hors du champ pénal « **les prévisions subjectives et les conjectures complètement détachées de toutes données historiques et objectives** » ; texte original : « ***le previsioni soggettive e le congetture del tutto svincolate dai dati storici ed oggettivi*** », *in Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 207.

657 Texte original : « *situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei sottoposti alla vigilanza* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

658 Texte original : « *beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

659 Texte original : « ***il comparto delle gestioni collettive e individuali di patrimonali mobiliari, ma anche e più in generale ogni attività svolta dagli intermediari per conto di terzi*** », *in* Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 632.

660 V. en ce sens Raffaele d'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 631.

Bien que le champ d'application de la disposition soit plus vaste que l'ancien article 171 du texte unique en matière d'intermédiation financière, la délimitation de celui-ci demeure difficilement compréhensible. Ce dernier visait « *les conditions économiques des sujets* »[661] habilités pour les prestations de services d'investissement, pour la gestion collective de l'État, ainsi que « *les activités accomplies pour le compte des investisseurs* »[662]. Autrement dit, les dimensions patrimoniales et financières sont venues enrichir l'élément matériel du délit de l'article 2638 alinéa 1er, du Code civil italien, mais cet élargissement reste insuffisant. En effet, il a été démontré précédemment que l'existence des infractions d'entrave à l'exercice des fonctions des autorités publiques de surveillance avait pour but indirect d'assurer une information de qualité aux marchés, aux investisseurs.

Or, les données comptables et financières ne sont pas les seules qui sont susceptibles d'avoir un retentissement sur les valeurs émises par un émetteur : le remplacement d'un dirigeant charismatique, ou l'existence de facteurs de risque identifiés dans une entreprise qui ne possède pas les mesures de contrôle appropriées pour les éviter peuvent également influencer l'évolution du cours d'un instrument financier[663]. Par conséquent, si l'objectif final est de garantir aux opérateurs une information quasiment exhaustive, claire et précise, il conviendrait d'inclure dans le champ de répression de l'infraction les renseignements qui n'ont pas nécessairement un caractère économique, financier ou patrimonial, mais qui concerne de façon directe ou indirecte l'émetteur ou les instruments financiers qu'il diffuse. Sur ce point, l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier français semble plus à même de protéger les investisseurs ou autres utilisateurs des marchés financiers.

131. La nécessité d'une obligation légale ou règlementaire de communication : La transmission des faits conformes à la réalité doit avoir lieu, selon les termes de l'article 2638, alinéa premier, du Code civil italien, « *dans les communications adressées aux autorités précitées [et] prévues en vertu de la loi* »[664]. Cette expression semble induire que

---

[661] Texte original : « *le condizioni economiche di detti soggetti* » (ancien art. 171, al. 1er, C. civ. it.).

[662] Texte original : « *le attività svolte per conto degli investitori* » (même article).

[663] Dans le même sens, Maria Iride VANGELISTI, « Art. 171, comma 3, lett. c) e d) », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 926.

[664] Texte original : « *nelle comunicazioni alle predette autorità previste in base alla legge* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it).

les communications concernées sont celles prescrites par un texte déterminé, ou encore celles qui font suite à une requête émise par l'autorité concernée dans le cadre de la mise en œuvre d'un pouvoir qui lui a été conféré par une telle disposition[665]. Du fait de cette formulation, ne seraient pas concernées par le premier alinéa les communications spontanément adressées aux autorités publiques de surveillances, lesquelles relèveraient davantage du second alinéa de l'article 2638 qui sanctionne le fait de faire obstacle aux missions desdites autorités[666]. En revanche, la forme de la transmission d'informations importe peu : une indication fausse peut être sanctionnée qu'elle ait été divulguée oralement, de façon manuscrite ou télématique, ou encore par le biais d'un support informatique[667].

De plus, le terme « loi » utilisé par le législateur ne doit pas être entendu au sens strict, ce qui aurait pour effet de minimiser voire de supprimer l'efficacité de l'infraction. La plupart des normes en matière économique et financière sont le fait de décrets législatifs, c'est-à-dire de texte élaboré par le gouvernement sur délégation du Parlement, ou encore de règlements rédigés par les autorités de régulation de secteurs. C'est pourquoi le vocable « loi » doit être considéré comme incluant les textes législatifs et règlementaires, mais également les instructions, orientations ou recommandations émises par les autorités administratives. Cette conception extensive est largement plébiscitée par la doctrine italienne[668], d'autant plus que dans la majorité des hypothèses, les normes instaurées par ces dernières le sont en vertu d'un pouvoir règlementaire qui leur a été conféré par le législateur.

L'exposition de faits matériels non conformes à la réalité constitue nécessairement une action[669] ; si une information devait se révéler inexacte en raison d'une communication

---

[665] Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 293 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 204.

[666] Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 631.

[667] V. en ce sens à propos de l'ancien article 171 du texte unique en matière d'intermédiation financière, Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 544. ; Maria Teresa BALZANO, « Art. 171 – Tutela dell'attività di vigilanza », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 922.

[668] Raffaele d'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 630.

[669] Raffaele d'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 628 ; Maria Teresa BALZANO, *ibid*.

tronquée, amputée des circonstances indispensables à sa compréhension, la présentation litigieuse relèvera de la seconde conduite incriminée par l'alinéa 1er de l'article 2638 du Code civil italien, à savoir la dissimulation de faits qui auraient dû être communiqués.

2. *La dissimulation de certains faits*

132. Le fait de taire des faits dont les autorités administratives de surveillance des marchés auraient dû avoir connaissance : L'article 2638 alinéa 1er du Code civil italien sanctionne également les personnes qui « *dissimulent par le biais d'autres moyens frauduleux, en tout ou en partie, des faits qu'ils auraient dû communiquer* »[670] aux autorités publiques de surveillance et qui concernent « *la situation économique, patrimoniale ou financière des sujets soumis à leur surveillance* »[671]. Cette disposition réprime donc le fait de cacher auxdites autorités des éléments qui auraient dû leur être transmis. Reste à savoir sur quels fondements les autorités devaient se voir communiquer ces renseignements. Malgré l'absence de précisions de la part du législateur sur ce point, il semble concevable que l'obligation d'information des autorités publiques de surveillance visée dans cet article puisse découler d'une disposition légale, ou encore d'une requête formulée par lesdites autorités sur la base d'un pouvoir qui lui a été attribué par la loi. Cette interprétation de l'article 2638 alinéa premier du Code civil est partagée par la doctrine italienne[672] ; toutefois, certains auteurs évoquent une « *obligation spécifique de communication* », mais ils visent malgré tout ces deux sources d'obligation[673]. D'autres auteurs affirmaient d'ailleurs, à propos des anciens articles 171 alinéa premier et 174 même alinéa du texte unique en matière d'intermédiation financière, que le comportement puni par ces textes résidait dans « **la violation d'une obligation d'information** »[674].

---

[670] Texte original : « *occultano con altri mezzi fraudolenti, in tutto o in parte fatti che avrebbero dovuto comunicare* » (art. 2638, al. 1er. C. civ. it.).

[671] Texte original : « *la situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei sottoposti alla vigilanza* » (même disposition).

[672] V. pour exemple Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 204.

[673] Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 630 et 632 ; Maria Teresa BALZANO, « Art. 171 – Tutela dell'attività di vigilanza », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 922.

[674] Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 544.

133. Les modalités de la dissimulation de l'article 2638 du Code civil italien : L'expression « *par le biais d'autres moyens frauduleux* »[675] laisse entendre que la dissimulation des faits relatifs à la situation économique, patrimoniale ou financière des sujets soumis aux autorités publiques de surveillance doit survenir par un autre moyen que le faux, expressément visé dans la première partie de la disposition. Cette expression est plutôt rédigée en des termes généraux et englobe ainsi un large panel de conduites. Plusieurs auteurs regrettent l'imprécision de la formule employée par le législateur, mais la doctrine met en évidence la nécessité d'identifier les conduites incluses dans les « *moyens frauduleux* »[676] au motif que le second alinéa de l'article 2638 du Code civil, lequel réprime le fait de faire obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance, est d'application résiduelle ; son champ d'application est donc défini par défaut, par rapport à l'alinéa premier du même article.

L'adjectif « frauduleux » renvoie à tous les comportements impliquant une mise en scène, l'utilisation d'un stratagème et laisse entendre que celui qui l'adopte, souhaite induire en erreur le destinataire de ces comportements, dans cette hypothèse les autorités publiques de surveillance. Par exemple, Enzo MUSCO estime que la conduite de dissimulation visée à l'article 2638 alinéa premier du Code civil réside dans une « **attitude trompeuse** » et devrait être mise en œuvre selon « **des modalités pouvant conduire à dévier l'enquête** » menée par les autorités[677]. Cette analyse doit être partagée, d'autant que la disposition examinée exige que les fausses communications comme la dissimulation des faits relatifs à la situation économique, financière ou patrimoniale des émetteurs, soient réalisées « *dans le but de faire obstacle aux fonctions de surveillance* »[678] des autorités concernées.

---

[675] Texte original : « *con altri mezzi fraudolenti* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

[676] Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO évoquent la « **carence dans le principe de légalité** » (texte original : « ***carenza di determinatezza*** ») , *op. cit.*, p. 544 ; Maria Teresa BALZANO mentionne, à propos de l'ancien article 174 alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière, rédigé en termes quasiment identiques à ceux de l'actuel article 2638 du Code civil italien « **les problèmes d'imprécision du texte d'incrimination** » (texte original : « ***i problemi di indeterminatezza della fattispecie*** »), *op. cit.*, p. 922.

[677] Textes originaux : « ***attitudine ingannatoria*** » et « ***modalità tali da poter sviare l'indagine*** » : Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, pp. 294-295.

[678] Texte original : « *al fine di ostacolare l'esercizio delle funzioni di vigilanza* » (art. 2638, C. civ. it.).

134. L'exclusion vraisemblable des simples omissions : La ruse, le stratagème, la mise en scène, l'artifice paraissent induire un comportement actif, et non une simple omission comme l'estiment Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI. Ceux-ci expliquent que « les deux conduites [consistent en une] commission, puisque la dissimulation implique elle aussi une communication effectuée à l'autorité, et non pas une simple omission, d'autant plus que celle-ci doit être accompagnée de moyens frauduleux autres que le faux »[679]. De nombreux auteurs d'ailleurs excluent la dissimulation qui réside dans un simple silence[680] ; au contraire, une partie de la doctrine estime que la dissimulation peut résider dans un comportement d'omission, mais les auteurs se positionnant en ce sens sont peu nombreux et se limitent à faire mention d'une conduite d'omission, sans justifier cette hypothèse et sans donner d'exemples susceptibles de la conforter[681]. Or, toutes les autres situations dans lesquelles une personne cache des faits à une autorité sans produire de faux, alors qu'elle est censée communiquer ces éléments, impliquent une action de cette personne : soit elle affirme qu'elle ne dispose d'aucun renseignement sur les faits objets de la requête de l'autorité de surveillance ; soit elle répond à une telle requête ou exécute une obligation précise d'information en tronquant

---

679 Texte original : « *Secondo alcuni interpreti entrambe le condotte hanno natura commissiva, presupponendo anche l'occultamento una comunicazione realmente effettuata all'autorità e non già semplicemente omessa, tanto più che lo stesso deve essere accompagnato da mezzi fraudolenti diversi dalla falsità* », Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 203. Raffaele d'AMBROSIO adopte le même point de vue et ajoute que la simple omission de révéler des faits qui auraient dus être transmis aux autorités publiques de surveillance relève du second alinéa de l'article 2638 du Code civil italien, qui sanctionne le fait de faire obstacle aux fonctions de surveillance de ces autorités, *in* « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza » : Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 628.

680 Fausto GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, vol. I, *Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004, pp. 339-330 ; Ciro SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società. Le previsioni sanzionatorie fra vecchia e nuova disciplina. Delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, UTET, 2003, pp. 353-354 ; Eleonora MONTANI, « Le attività di ostacolo : 'Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza : art. 2638 c.c.' », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 202 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, pp. 221-222.

681 Maria Teresa BALZANO utilisait à plusieurs reprises l'expression « **infraction d'omission** » (« *reato omissivo* ») pour désigner la conduite de dissimulation de faits à la Consob ou à la Banque d'Italie réprimée par l'ancien article 171 alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière ; « Art. 171 – Tutela dell'attività di vigilanza », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 921 ; dans le même sens Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 290.

l'information qu'elle transmet ; soit elle modifie un support afin de faire disparaître des données qu'elle veut maintenir hors de la connaissance des autorités, soit elle transmet un certain nombre d'éléments qu'elle présente de façon à éluder certains faits essentiels à la compréhension d'une décision. Tous ces comportements consistent bien en des conduites de commission et indiquent qu'il n'apparaît pas concevable d'envisager une omission pour caractériser la dissimulation. Le seul cas qui pourrait constituer une telle omission résiderait dans l'absence de réponse aux autorités publiques de surveillance, mais il semble incompatible avec l'usage des « *autres moyens frauduleux* » requis par l'alinéa 1er de l'article 2638 du Code civil italien, puisque ceux-ci induisent un stratagème, une mise en scène qui ne peut se limiter au silence.

Enfin, une dernière indication contenue dans l'article 2638 du Code civil italien lui-même semble induire une distinction entre la dissimulation de l'alinéa 1er et une simple omission : l'alinéa 2 du même texte prévoit un autre délit dont l'élément matériel consiste à faire obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance, « *y compris en omettant des communications qui leur sont dues* ». Si l'omission est spécialement prévue dans la seconde partie de la disposition, cela confirme qu'elle est exclue des comportements constitutifs d'une dissimulation au sens du premier alinéa.

135. L'absence de nécessité d'une obstruction concrète aux fonctions des autorités publiques de surveillance : C'est parce que l'intention d'entraver les fonctions des autorités publiques de surveillance est expressément exigée par l'article 2638 alinéa 1er du Code civil italien – tant pour la présentation de faits non conformes à la réalité que pour la dissimulation des mêmes faits – que la doctrine italienne considère que les deux types de conduites doivent être dotés de la capacité d'empêcher que les autorités publiques exercent effectivement et correctement leur mission de surveillance[682]. Ainsi, le délit examiné revêt la nature d'infraction de moyen, pour laquelle le bien juridique protégé, qui réside dans l'exercice concret et correct de leur mission de surveillance par les autorités publiques, doit avoir été concrètement menacé (et non pas lésé). En revanche, peu importe que les comportements mis en œuvre aient produit l'effet

[682] V. en ce sens Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 633.

escompté et que ces autorités aient été réellement entravées ou non ; il s'agit d'une infraction formelle comme le confirment plusieurs auteurs[683].

136. Les doutes quant à la validité constitutionnelle de l'alinéa 1er de l'article 2638 du Code civil italien et de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier français : L'article 2638 alinéa 1er du Code civil italien sanctionne les personnes qui dissimulent certains éléments requis par les autorités publiques de surveillance. Or, à propos de l'ancêtre de ce délit, contenu auparavant dans l'article 8 de la loi n° 157/1991 du 17 mai 1991, certains auteurs ont fait part de leurs doutes quant à la légitimité constitutionnelle de la norme, au regard du droit du suspect à ne pas contribuer à sa propre incrimination[684]. La question de la compatibilité de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier avec la Constitution française a également été soulevée par le biais d'une question prioritaire de constitutionnalité, adressée à la chambre commerciale de la Cour de cassation française. La question était ainsi rédigée : « Les dispositions de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier, qui punissent d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 300 000 euros le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'Autorité des marchés financiers effectuée dans les conditions prévues aux articles L. 621-9 à L. 621-9-2 ou de lui communiquer des renseignements inexacts, portent-elles atteinte aux droits et libertés que la Constitution garantit et, plus précisément, au droit au silence et au droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination, ainsi qu'aux droits de la défense ? ». Malheureusement, la Haute juridiction de l'ordre judiciaire n'a pas décidé s'il y avait lieu ou non de renvoyer la question au Conseil constitutionnel, puisqu'elle a déclaré ladite question irrecevable au motif qu'elle n'était

---

683 *Ibid.* ; dans le même sens, Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3nda ed., 2007, p. 290 ; *contra* : Maria Iride VANGELISTI qui estimait, à propos de l'ancien article 171 alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière, que « les fausses communications ou les dissimulations doivent avoir entraîné l'adoption par les organes de contrôle d'une décision diverse de celle qui aurait été adoptée, ou doivent avoir empêcher la mise en œuvre des décisions nécessaires » à l'exercice de sa mission ; texte original : « *le false informazioni o le omesse comunicazioni devono aver determinato una decisione degli organi di controllo diversa da quella che altrimenti sarebbe stata adottata ovvero non devono aver consentito l'assunzione tempestiva dei necessari provvedimenti* », *in* Maria Iride VANGELISTI, « Art. 171, comma 3, lett. c) e d) », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, pp. 926-927.

684 V. en ce sens Elio PALOMBI, Giorgio PICA, *Diritto penale dell'economia e dell'impresa*, vol. II, *Mercato finanziario*, UTET, Torino, 1996, pp. 1152-1153.

pas applicable au litige en cours[685]. Quelle réponse aurait pu donner le Conseil constitutionnel si la question lui avait été renvoyée ?

137. La portée du droit de garder le silence : Pour commencer, il est nécessaire de rappeler que le droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination est l'une des garanties fondamentales du procès pénal et qu'il est lié à la présomption d'innocence[686]. Selon Maxime GALLAND[687], « si le droit au silence innerve les procédures administratives quasi-pénales, il reste l'apanage des procédures strictement coercitives, au cours desquelles des aveux soustraits sous la pression risquent d'entraîner des erreurs judiciaires. En ce sens, le droit de se taire constitue un réel et nécessaire contrepoids aux prérogatives coercitives des autorités judiciaires qui, en phase d'enquête, disposent notamment de pouvoirs de rétention et de mesures privatives de libertés »[688]. Il est protégé notamment par l'article 14, 3, g) du Pacte international relatif aux droits civils et politiques des Nations Unies, entré en vigueur le 23 mars 1976 ; ce texte prévoit que « *3. Toute personne accusée d'une infraction pénale a droit, en pleine égalité, au moins aux garanties suivantes : [...] g) à ne pas être forcée de témoigner contre elle-même ou de s'avouer coupable* ». Au niveau européen, il découle de l'article 6, III de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales et a été consacré dans divers arrêts rendus par les juges de Strasbourg[689]. Cependant, la Cour européenne des droits de l'Homme a estimé que le droit de se taire s'appliquait à l'ensemble des procédures faisant suite à une accusation en matière pénale, cette notion devant être entendue au sens autonome dégagé par elle ; c'est ainsi par exemple qu'elle a appliqué la garantie de non-incrimination à une procédure de nature fiscale[690]. Par conséquent, il est vraisemblable que le droit à ne pas

---

[685] Cass. com., 12 juil. 2011, arrêt n° 845, disponible sur http://www.courdecassation.fr (dernière consultation le 2 fév. 2015).

[686] Frédéric STASIAK, V° « Autorités administratives indépendantes », *Rép. dr. pén.*, Dalloz, fév. 2004, dernière mise à jour janv. 2013, § 105.

[687] Maxime Galland exerce au sein de la Direction des contrôles et des enquêtes de l'Autorité des marchés financiers.

[688] Maxime GALLAND, « Evolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 595, § II, C, 2.

[689] CourE.D.H., 25 fév. 1993, req. n° 10588/83, *Funke c. France* ; *JCP G* 1993, II, n° 22073 ; CourE.D.H., 8 fév. 1996, req. n° 18731/91, *John Murray c. Royaume-Uni* ; *JCP G* 1997, I, n° 4000, obs. Frédéric SUDRE ; CourE.D.H., 14 oct. 2010, req. n° 1466/07, *Brusco c. France*.

[690] CourE.D.H., 3 mai 2001, n° 31827/96, *J.B. c. Suisse* ; *JCP G* 2001, I, n° 342, obs. Frédéric SUDRE.

contribuer à sa propre incrimination puisse s'appliquer à la procédure administrative suivie devant l'Autorité des marchés financiers et la Consob[691], d'autant que les juges de Strasbourg ont considéré que ces deux autorités statuaient sur une accusation en matière pénale au sens de la cour et qu'elle prononçait des sanctions à caractère pénal[692].

138. Des solutions des juridictions nationales en contrariété avec la jurisprudence européenne : Les sections unies de la Cour de cassation italienne ont décidé que les articles 24[693] et 111[694] de la Constitution, relatifs à la protection des droits subjectifs devant des juridictions qui suivent les règles d'une procédure équitable, « concernent spécifiquement et seulement le jugement, autrement dit la procédure juridictionnelle qui se déroule devant le juge et non la procédure administrative, bien que celle-ci soit finalisée à la formulation de décisions qui ont une incidence sur des droits subjectifs, de sorte que l'absence d'assimilation de la procédure administrative à la procédure juridictionnelle ne viole d'aucune façon que ce soit la Constitution »[695]. Le Conseil d'État français a adopté une position similaire en estimant

---

691 V. en ce sens Bernard BOULOC, « Les infractions d'opposition au regard des droits fondamentaux », *RLC* 1er avr. 2013, n° 35, p. 77-80, § 8 ; Nicolas RONTCHEVSKY, « Le délit d'obstacle et le manquement d'entrave aux enquêtes de l'autorité des marchés financiers », *Lamy Droit pénal des affaires*, 2015, § 2193, p. 795.

692 CourE.D.H., 19 mai 2009, req. n° 25041/07, *Messier contre France* pour l'Autorité des marchés financiers et CourE.D.H., 4 mars 2014, req nos 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10, *Grande Stevens et autres c. Italie* ; *Rev. sc. crim.* 16 juin 2014, n° 1, p. 106, obs. Frédéric STASIAK ; *RJEP* nov. 2014, n° 724, comm. 48, Gabriel ECKERT.

693 L'article 24 de la Constitution italienne dispose que « *Toute personne peut agir en justice afin de protéger ses droits propres et intérêts légitimes. La défense est un droit inviolable quel que soit le stade ou le grade de la procédure. Les moyens pour agir et se défendre devant toute juridiction sont assurés aux personnes démunies par le biais de mécanismes prévus à cet effet. La loi détermine les conditions et les modalités de réparation des erreurs judiciaires* » ; texte original : « *Tutti possono agire in giudizio per la tutela dei propri diritti e interessi legittimi. La difesa è diritto inviolabile in ogni stato e grado del procedimento. Sono assicurati ai non abbienti, con appositi istituti, i mezzi per agire e difendersi davanti ad ogni giurisdizione. La legge determina le condizioni e i modi per la riparazione degli errori giudiziari* ».

694 L'article 111 alinéas 1 et 2 de la Constitution italienne précise que « *La justice est mise en œuvre par le biais de la procédure équitable régie par la loi. Tout procès se déroule entre les parties selon les principes du contradictoire et de l'égalité des armes, devant un juge tiers et impartial. La loi assure une durée raisonnable* » ; texte original : « *La giurisdizione si attua mediante il giusto processo regolato dalla legge. Ogni processo si svolge nel contraddittorio tra le parti, in condizioni di parità, davanti a giudice terzo e imparziale. La legge ne assicura la ragionevole durata* ». L'alinéa 3 de cette même disposition reprend quant à lui les garanties dont bénéficie une personne « accusée » au sens de la Convention européenne des droits de l'Homme, garanties énoncées dans l'article 6, III de ce texte.

695 Texte original : « *riguardano espressamente e solo il giudizio, ossia il procedimento giurisdizionale che si svolge avanti al giudice e non il procedimento amministrativo, ancorchè finalizzato*

que « les sociétés requérantes ne peuvent utilement se prévaloir, à l'appui de leur contestation de la régularité de l'enquête de l'AMF, d'une méconnaissance des stipulations de l'article 6 § 3 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales et de l'article 14 § 3 du pacte international relatif aux droits civils et politiques, en soutenant que les enquêteurs n'auraient pas notifié à leurs préposés leur droit de se taire, dès lors que ces stipulations ne sont pas applicables à la procédure d'enquête administrative »[696]. Pourtant, le Conseil constitutionnel considère que le droit visé, ainsi que le droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination, trouvent leur fondement dans l'article 9 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789[697]. Les solutions retenues par les juridictions nationales ne semblent donc pas non plus en accord avec la position de la Cour européenne des droits de l'Homme.

139. Les modifications souhaitables : Ainsi, pour être en conformité avec le droit conventionnel, mais aussi et surtout, afin que soit respecté le droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination dans le cadre de poursuites qui peuvent aboutir à de très lourdes sanctions[698], il semblerait que celui-ci devrait être appliqué de façon identique aux procédures pénales « pures » et aux procédures administratives de répression menées devant l'Autorité des marchés financiers et la Consob[699]. La question se pose

---

all'emanazione di provvedimenti incidenti su diritti soggettivi, sicchè tale, mancata (completa) equiparazione del procedimento amministrativo a quello giurisdizionale non viola in alcun modo la Costituzione », *in* Cass. civ., sez. un., 30 sett. 2009, n. 20935, *Grande Stevens c. Consob e altro*.

696 CE, 6ème et 1ère sous-sections réunies, 12 juin 2013, n° 349185, Tables du *Recueil Lebon* (cons. 7) et CE, 6ème et 1ère sous-sections réunies, 12 juin 2013, n° 359245, inédit (cons. 8).

697 Cons. const., 27 janv. 2012, n° 2011-214 QPC ; *RDF* 12 juil. 2012, n° 28, étude 372, Renaud SALOMON ; *RDP* 1er juil. 2012, n° 4, p. 1104, obs. Jacques PETIT ; *LPA* 2 oct. 2012, n° 197, p. 8, chron. QPC janv. –avr. 2012, note Jean-Eric GICQUEL ; *RLC* 1er avr. 2013, n° 35, p. 77-80, Bernard BOULOC ; *AJ pén.* 14 mars 2012, n° 3, p. 167, note Gildas ROUSSEL ; *D. act.* 2 fév. 2012, note Xavier DELPECH.

698 La sanction prévue par l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier atteint deux ans d'emprisonnement et 300 000 euros d'amende ; en Italie, la peine privative de liberté peut durer jusqu'à quatre ans et le montant maximal de l'amende s'élève à 400 000 euros. Pour les manquements, la sanction française atteint un montant significatif de 100 millions d'euros, bien au-dessus de la mesure de répression italienne qui consiste aussi en une sanction pécuniaire, d'un montant d'un million d'euros déjà.

699 *Contra* Maxime GALLAND, « Evolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 595, § II, C, 2. En effet, l'auteur considère que le manquement d'entrave à l'Autorité des marchés financiers constitue le pendant des droits de la défense des personnes poursuivies, qui assure l'égalité des armes dans les procédures administratives d'enquête. Il explique qu'« À cet égard, la possibilité de sanctionner l'entrave peut s'analyser comme la contrepartie, en faveur de l'accusation, du principe de l'égalité des armes. Ce principe autonome, qui découle

donc également pour les manquements administratifs des articles L. 621-15, II, f) du Code monétaire et financier et 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'intermédiation financière. Toutefois, si les juridictions internes, et en particulier le Conseil constitutionnel français ou la Cour constitutionnelle italienne, affirmaient que toutes les garanties fondamentales du procès pénal valent également pour les procédures conduites devant ces deux autorités, alors les poursuites administratives perdraient de leur souplesse ; seulement, au vu de la sévérité des sanctions que les autorités administratives prononcent, le formalisme pourrait contribuer à assurer des procédures équitables et justes en accord avec le dispositif existant en matière répressive.

C'est pourquoi, pour ne pas priver de toute effectivité les dispositions relatives aux délits et manquements d'entrave, il pourrait être envisagé de les appliquer aux seules personnes entendues par l'Autorité des marchés financiers et la Consob dans le cadre d'une mission de surveillance ou de contrôle, en dehors de tout cadre d'enquête. En revanche, dans cette dernière hypothèse, les individus objet de l'enquête ne seraient pas soumis à cette obligation de communication aux autorités. Enfin, une personne qui rendrait des déclarations au cours d'une mission ou de surveillance, et qui viendrait à formuler des déclarations susceptibles de faire suspecter à son encontre la commission de comportements illicites, devrait immédiatement être informée de son droit de se taire et se faire assister d'un conseil.

3. Les conduites d'obstruction

140. La conduite d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance : Il s'agit du comportement typique des infractions étudiées, et d'ailleurs, il correspond à l'intitulé qui leur a été attribué[700]. La première disposition italienne à prévoir la sanction

---

également de l'article 6 de la CEDH, implique d'offrir à chaque partie une possibilité raisonnable de présenter sa cause, y compris ses preuves dans des conditions qui ne la placent pas dans une situation de net désavantage par rapport à son adversaire. Or, l'entrave constitue la seule base légale conférant à une enquête une dimension contraignante, à défaut d'être véritablement coercitive. Utilisé avec parcimonie, l'effet dissuasif attaché à l'existence d'un manquement d'entrave vient rééquilibrer la procédure, en permettant au régulateur de prévenir et, le cas échéant sanctionner, les comportements abusifs d'obstruction ».

[700] Par ailleurs, l'article 2638 du Code civil italien est intitulé « *Obstacle à l'exercice des fonctions des autorités publiques de surveillance* », à l'image de l'article 170-bis désigné par l'expression « *Obstacle aux fonctions de surveillance de la Banque d'Italie et de la Consob* » ; en France, la doctrine évoque « le délit

d'une telle conduite est l'article 2638 alinéa 2 du Code civil, lequel dispose que sont punies des mêmes peines que celles prévues à l'alinéa premier, les personnes énumérées « *qui, sous quelque forme que ce soit, font obstacle aux fonctions desdites autorités y compris en omettant des communications qui leur sont dues* »[701]. Les personnes en question sont celles déjà mentionnées précédemment, c'est-à-dire « *les administrateurs, les directeurs généraux, les dirigeants chargés de la rédaction des documents comptables de la société, les membres du conseil de surveillance et les liquidateurs de sociétés ou d'entités et les autres sujets soumis en vertu de la loi aux autorités publiques de surveillance, ou tenus à certaines obligations à leur égard* »[702]. L'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit également une infraction similaire et punit « *quiconque fait obstacle aux fonctions de surveillance attribuées à la Banque d'Italie et à la Consob* »[703]. Toutefois, au vu de sa formulation, la nature résiduelle de ce texte ne fait aucun doute[704] : celui-ci commence par l'expression « *Hors les cas prévus par l'article 2638 du Code civil* »[705]. Un premier critère d'articulation entre les deux délits peut être identifié dans le fait que l'infraction de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière puisse être commise par toute personne, ce qui suppose qu'elle ne pourra s'appliquer que lorsque l'auteur de l'infraction n'est pas l'une des personnes visées à l'article 2638 alinéa 2 du Code civil italien. Or, il a été démontré précédemment comment cette catégorie de personnes est extrêmement large, ce qui semble priver la disposition du texte unique en matière d'intermédiation financière d'une réelle effectivité. Enfin, le législateur français réprime « *le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou*

---

d'obstruction aux missions de l'Autorité des marchés financiers », *in* Nicole DECOOPMAN, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1511, cote 01,2008, 7 oct. 2007, § 27.

[701] Texte original : « *i quali, in qualsiasi forma, anche omettendo le comunicazioni dovute alle predette autorità, consapevolmente ne ostacolano le funzioni* » (art. 2638, al. 2, C. civ. it.).

[702] Texte original : « *gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori di società, o enti e gli altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza o tenuti ad obblighi nei loro confronti* » (art. 2638, al. 2, C. civ. it.).

[703] Texte original : « *chiunque ostacola le funzioni di vigilanza attribuite alla Banca d'Italia e alla Consob* » (art. 170-*bis*, TUF).

[704] V. en ce sens Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 213 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, pp. 264-265 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 211.

[705] Texte original : « *Fuori dei casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile* » (art. 170-*bis*, TUF).

d'enquête de l'Autorité des marchés financiers effectuée dans les conditions prévues aux articles L. 621-9 à L. 621-9-2 » du Code monétaire et financier.

141. Les critiques de la doctrine italienne face au manque de précision du terme « obstacle » : Concernant la notion même d'obstacle, certains auteurs italiens ont exprimé un doute quant à la légitimité constitutionnelle de ce vocable, au motif qu'il se heurterait au principe de légalité criminelle de par sa généralité et ses contours incertains. Par exemple, Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI estiment que l'applicabilité de l'article 2638 alinéa 2 du Code civil est « **fortement compromise de par son caractère général et indéterminé** »[706], en ce sens que son absence de précision inciterait les magistrats à ne pas poursuivre des personnes sur ce fondement. De leur côté, Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI affirment à propos de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, qui utilise également le verbe « *ostacolare* », que « **le texte d'incrimination puisse apparaître insuffisamment déterminé** »[707]. Il est vrai que les indications données par l'article 2638 alinéa 2 du Code civil italien nous enseignent seulement que l'obstacle peut être mis en œuvre « *sous quelque forme que ce soit, y compris en omettant des communications* »[708] dues aux autorités concernées.

142. Le sens courant du terme « obstacle » : Toutefois, la notion d'« obstacle » ne semble pas si mystérieuse ; plusieurs synonymes peuvent résider dans les termes

---

[706] Texte original : « ***fortemente compromessa dalla sua genericità e indeterminatezza*** », *in* Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 201.

[707] Texte original : « ***il dettato normativo possa apparire non sufficientemente determinato*** », *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 203. Dans le même sens, d'autres auteurs évoquaient à propos de l'ancien article 174 du texte unique en matière d'intermédiation financière, abrogé par l'article 8 du décret n° 61 du 11 avril 2002 (D.lgs. del 11 apr. 2002, n. 61 « Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 », *G.U.* n. 88 del 15 apr. 2004), le caractère « vague » de l'adjectif « ostacolato », ce qui selon eux entraînait « **d'importantes perplexités en doctrine du fait de son caractère imprécis** » ; texte original « ***gravi perplessità [...] per la qua indeterminatezza*** », *in* Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 564.

[708] Texte original : « *in qualsiasi forma, anche omettendo le comunicazioni* » (art. 2638, al. 2, C. civ. it.).

d'« entrave »[709], de « gène » ou de « résistance ». D'ailleurs, le dictionnaire Larousse[710] définit l'obstacle de trois façons différentes : en premier lieu, il correspond à « ce qui empêche d'avancer, ce qui s'oppose à la marche » ; en deuxième lieu, dans une acception matérielle, il s'agit de « tout objet qui s'interpose, qui se trouve sur le trajet de quelque chose » ; en troisième et dernier lieu, l'obstacle réside dans « ce qui empêche ou retarde une action, une progression ; difficultés ». De ces trois définitions, il ressort toujours la même idée de contrarier le cours normal d'une action, d'une évolution. Cette même idée de « gêne » se retrouve dans les quelques définitions proposées par la doctrine : par exemple, Enzo MUSCO précise que « L'obstacle consiste, en effet, en tout type d'activité qui empêche l'autorité publique de surveillance d'exercer ses fonctions »[711]. Que ce soit pour l'ancien délit d'entrave à la mission de la Commission des opérations de bourse, créé par l'article 10 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967[712], ou pour le délit d'entrave à l'activité de l'Autorité des marchés financiers introduit par la loi n° du 1er août 2003[713] à l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier, les notions d'entrave ou d'obstacle n'ont pas suscité de débats aussi significatifs au sein de la doctrine française. Toutefois, la Commission des opérations de bourse avait elle-même a précisé ce qu'il fallait entendre par « entrave à l'exercice des missions de ses agents », en expliquant que l'élément matériel de ce délit était constitué par « tout fait qui empêche ou rend difficiles les investigations entreprises par les agents de la Commission des opérations de bourse »[714].

143. Les définitions proposées par la doctrine italienne : Bien que les critiques des auteurs à l'égard de la conduite d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance soient nombreuses, peu d'entre eux ont tenté de définir ce comportement et

---

[709] Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA et Giuseppe SPAGNOLO utilisent à ce propos le terme d'« *intralcio* », qui se traduit littéralement en français par le vocable d'« entrave », *in* Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *op. cit.*

[710] http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.

[711] Texte original : « *L'ostacolo consiste, infatti, in ogni tipo di attività che impedisce all'autorità pubblica di vigilanza di esercitare le sue funzioni* », *in* Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 293.

[712] Ordonnance n° 67-833 du 28 sept. 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, *J.O.R.F.* du 29 sept. 1967, p. 9589.

[713] Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, *J.O.R.F.* n° 177 du 2 août 2003, p. 13220.

[714] *Bull. COB* avr. 1988, n° 213, §V.4., p. 10.

de préciser en quoi l'obstacle consistait en tant que tel. La plupart ont analysé cette notion en fonction du résultat qu'elle devait produire, c'est-à-dire une atteinte effective et concrète aux fonctions des autorités publiques de surveillance. En vertu des articles 2638 alinéa 2 du Code civil italien et 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, l'atteinte est un élément constitutif de ces délits[715]. Enzo MUSCO explique sur ce point que « l'on passe, en effet, de l'hypothèse de mise en danger concrète du premier alinéa [de l'article 2638 du Code civil] où l'obstacle aux fonctions de surveillance est seulement l'objet souhaité du dol spécial, à une hypothèse de lésion du fait de la nécessité que l'obstacle aux fonctions de surveillance se vérifie »[716] ; et c'est ce résultat qui va permettre de délimiter les contours de la conduite d'obstacle. Cette dernière qui reste selon Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI, une notion « difficilement compréhensible », doit être caractérisée par sa capacité à produire une entrave réelle[717]. Il en est de même pour Raffaele d'AMBROSIO, pour qui, il importe peu que la conduite à l'origine du délit soit momentanée ou durable, dès lors que le résultat d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance se vérifie[718]. De son côté, Flavia SFORZA allait même jusqu'à affirmer, à propos de l'ancien article 174 alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière, que ce résultat venait compenser l'imprécision de la définition de l'élément matériel du délit. Elle précisait en effet que « lorsque le texte d'incrimination est configuré comme une infraction de résultat, le législateur peut se permettre (en ce sens qu'il ne viole pas le principe de légalité criminelle) de laisser la conduite indéterminée, autrement dit de créer un délit à forme libre (telle que cela arrive, par exemple, dans le texte d'incrimination d'homicide, qui réside dans

---

[715] Cf. Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI qui expliquent que « l'obstacle à l'exercice des fonctions de surveillance constitue le résultat de l'infraction » ; texte original : « *l'ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza costituisce l'evento del reato* », *in Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 204.

[716] Texte original : « *Si passa, infatti, dall'ipotesi di pericolo concreto del primo comma, ove l'ostacolo alle funzioni di vigilanza è solo l'oggetto sperato del dolo specifico, ad una ipotesi di danno per il necessario verificarsi dell'ostacolo alle funzioni di vigilanza* », *in* Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3nda ed., 2007, p. 294.

V. dans le même sens Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 613.

[717] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, p. 203.

[718] Raffaele d'AMBROSIO, *op. cit.*, pp. 634-635.

le fait de causer la mort d'une personne, qu'elle que soit la conduite qui provoque cet évènement) »[719].

144. L'obstacle par action et par abstention : Cependant, au regard de son caractère générique, l'expression « faire obstacle » paraît inclure tant les comportements de commission que d'abstention[720], ce que semblent confirmer les exemples fournis par les auteurs italiens qui considèrent comme conduites susceptibles d'être qualifiées d'« obstacle », le refus opposé aux autorités d'accéder aux locaux[721], le refus de montrer certains documents[722], les comportements purement dilatoires[723], la destruction de certains documents[724], l'absence de collaboration aux visites et inspections[725], le retard dans la réponse donnée aux autorités s'il engendre le résultat exigé par les textes[726], etc. D'ailleurs, l'article L. 621-15, II, f) du Code monétaire et financier relatif au manquement d'entrave, à défaut d'utiliser la notion globale de « *faire obstacle* », vise expressément certains de ces comportements[727]. Toutefois, par exception, pour le manquement français, le refus de répondre aux sollicitations de l'Autorité des marchés financiers, lesquelles sont strictement énumérées dans la disposition, suppose une demande des enquêteurs formulée dans le cadre d'une enquête, ce qui exclut les simples

---

[719] Texte original : « ***quando la fattispecie è configurata come reato di evento, al legislatore è consentito (nel senso di non violare il principio di tassatività dell'illecito penale) di lasciare la condotta indeterminata, ossia di configurare un reato a forma libera (così avviene, ad esempio, nella fattispecie dell'omicidio, descritta nel fatto di chi causa la morte di una persona, quale che sia la condotta che porta a quell'evento*** », *in* Flavia SFORZA, « Art. 174 – False comunicazioni e ostacolo alle funzioni della Consob », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 946.

[720] Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *op. cit.*, pp. 545-546.

[721] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 208.

[722] Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 635.

[723] Gabriele SCIUMBATA, *I reati societari*, Coll. « La riforma del diritto societario », Milano, Giuffrè, 2002, p. 109.

[724] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, p. 208.

[725] Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 296.

[726] Raffaele d'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 635.

[727] L'Autorité des marchés financiers peut sanctionner la personne qui « *refuse de donner accès à un document, quel qu'en soit le support, et d'en fournir une copie, refuse de communiquer des informations ou de répondre à une convocation, ou refuse de donner accès à des locaux professionnels* ».

abstentions[728]. Néanmoins, le fait de refuser de répondre à des questions lors d'une visite sur les lieux de l'émetteur n'étant pas visé, les personnes auditionnées ont la possibilité de ne pas répondre et de conserver le silence[729].

De plus, il peut également s'agir, pour l'article 2638 alinéa 2 du Code civil italien, du fait d'omettre des communications dues aux autorités publiques de surveillance, puisque ce comportement est expressément prévu par le législateur comme l'une des conduites susceptibles de constituer un obstacle aux fonctions de surveillance[730]. En revanche, l'obstacle ne pourra résider dans la communication d'une fausse information, que si l'élément fourni aux autorités ne concerne pas « *des faits matériels [...], même s'ils sont l'objet d'évaluations, sur la situation économique, patrimoniale ou financière des sujets soumis à leur surveillance* »[731], puisque dans cette dernière hypothèse, la transmission aux autorités publiques de surveillance d'éléments non conformes à la réalité relève explicitement de l'alinéa 1er de l'article 2638 du Code civil italien[732]. Enfin, lorsque les renseignements erronés ou inexacts sont transmis auxdites autorités en vertu d'une communication spontanée, c'est-à-dire en l'absence de toute obligation légale ou règlementaire, la conduite pourra relever de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière qui n'exige pas que les communications soient « dues » aux autorités. Au travers de cette hypothèse, le caractère résiduel de l'article 170-*bis* apparaît à nouveau[733].

145. L'entrave effective aux missions des autorités publiques de surveillance : Au vu de la définition de la conduite matérielle par référence au résultat qu'elle produit, il convient de préciser à quoi correspond ce résultat exigé par les articles 2638 alinéa 2 du

---

728 Didier MARTIN, « La coopération forcée aux enquêtes de l'AMF est-elle euro-compatible ? », *JCP G* 18 nov. 2013, n° 47, doctr. 1226 ;

729 Dominique BOMPOINT, « Les beaux cadeaux du 10e anniversaire de l'Autorité des marchés financiers (Commentaire sur quelques dispositions de la loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires) », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 607.

730 Texte original : « *anche omettendo le comunicazioni dovute alle predette autorità, consapevolmente ne ostacolano le funzioni* » (art. 2638 alinéa 2, C. civ. it.).

731 Texte original : « *fatti materiali [...], ancorché oggetto di valutazioni, sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei sottoposti alla vigilanza* » (art. 2638, al. 1er, C. civ. it.).

732 Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 635 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 211.

733 Raffaele d'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 631.

Code civil italien et 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière. Sur ce point, les auteurs présentent des avis divergents. Certains estiment que l'empêchement dans l'exercice de leurs activités par les autorités administratives doit être absolu, d'autres se satisfont d'une simple gêne.

La première hypothèse induit que l'autorité publique de surveillance n'ait pu mettre en œuvre sa mission de surveillance, ou que les résultats de son contrôle aient été biaisés du fait de la conduite d'obstacle ; dans ce cas, les délits des articles 2638 alinéa 2 du Code civil italien et de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière seraient caractérisés pour l'ensemble de la doctrine. La seconde situation se réfère au cas où l'organe de surveillance a pu mener à bien sa mission, malgré des retards ou des difficultés résultant de l'entrave qui lui a été opposée ; dans cette hypothèse, la possibilité de mettre en œuvre la responsabilité pénale de l'auteur de la conduite d'entrave ne fait pas l'unanimité.

Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI estiment que si l'autorité réussit à accomplir son activité bien qu'elle ait été ralentie ou déviée de son objectif, alors le résultat de l'infraction n'est pas considéré comme réalisé, et l'infraction ne peut donc pas être caractérisée[734]. Par ailleurs, selon Raffaele d'AMBROSIO, l'absence de précision relative au moment où le résultat d'obstacle effectif et concret est considéré comme existant, se heurte aux principes constitutionnels de légalité criminelle et de précision de la loi pénale[735]. Toutefois, cet auteur propose un critère de répartition entre les hypothèses pouvant être pénalement sanctionnées et les hypothèses qui ne le peuvent pas : selon lui, dès lors que l'autorité publique de surveillance n'a pas réussi à obtenir un élément qui se révèle être essentiel à l'adoption d'une décision opportune, le délit est caractérisé. Si cet élément non communiqué ou erroné est accessoire, alors l'infraction n'existe pas[736]. Ce critère semble peu satisfaisant car il ne permet une appréciation qu'*a posteriori* du caractère indispensable ou non de l'élément manquant, et donc de l'existence ou non de l'infraction, c'est-à-dire une fois que l'autorité a mené sa mission à son terme : pour connaître la décision ou la mesure appropriée à mettre en

---

[734] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 204.

[735] Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 615-616.

[736] *Ibid*.

œuvre, l'autorité doit avoir une vision d'ensemble de la situation factuelle qu'elle examine, et doit donc avoir terminé son opération de contrôle ou être relativement avancée. Or, il n'est pas certain que celle-ci atteigne ses objectifs en l'absence d'un élément jugé fondamental à l'accomplissement de sa mission. D'autres auteurs se limitent à se référer à un résultat d'obstacle « *d'une particulière gravité* »[737] ou à indiquer que l'exercice des fonctions de surveillance des autorités doit avoir été « *concrètement atteint* »[738], ce qui n'apporte qu'une mince précision quant à la définition de l'obstacle requis.

146. Les fonctions concernées par l'entrave : Les fonctions auxquelles il doit être fait obstacle sont les fonctions de surveillance, au sens précédemment défini[739], c'est-à-dire aux fonctions appartenant soit aux autorités publiques de surveillance[740], soit à la seule Consob[741], consistant en une forme de contrôle se manifestant au travers de pouvoirs d'investigation. De ce point de vue, les dispositions françaises possèdent un champ d'application plus restreint, puisque ne sont concernées que les missions d'enquête et de contrôle mis en œuvre dans les conditions des articles L. 621-9 à L. 621-9-2 du Code monétaire et financier, ce qui exclut les simples missions de surveillance au sens stricte. Néanmoins, restent inclus les contrôles généraux *a priori* et ceux mis en œuvre en cas de suspicion de manquement à une disposition du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Par ailleurs, le manquement de l'article L. 621-15, II, f) du même code ne vise quant à lui que les enquêtes.

Après avoir décrit l'ensemble des délits pénaux et le manquement français, il convient d'étudier le manquement administratif italien dont l'élément matériel diffère de tous les comportements jusqu'alors mentionnés.

---

[737] Texte original : « ***di particolare gravità*** », Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, pp. 545-546.

[738] Texte original : « ***tutti i comportamenti [...] devono aver concretamente leso il corretto esercizio della funzione di vigilanza*** », à propos de l'ancien article 174 alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière, lequel sanctionnait les personnes qui « *faisaient obstacle à l'exercice des fonctions de la Consob* » (texte original : « *ostacola l'esercizio delle funzioni della Consob* »), *in* Maria Iride VANGELISTI, « Art. 171, comma 3, lett. c) e d) », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 927.

[739] Cf. § 117, pp. 226-227 des présents travaux.

[740] Art. 2638, al. 2, C. civ. it.

[741] Art. 170-*bis*, TUF.

147. L'absence de critique à l'encontre de l'imprécision du manquement : Il s'agit du comportement objet du manquement administratif de l'article 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'intermédiation financière. Cette disposition est d'application résiduelle vis-à-vis de l'article 2638 du Code civil, comme l'indique l'expression initiale « *Hors les cas prévus par l'article 2638 du code civil* »[742]. Cependant, le délit de l'article 170-*bis* est également applicable de façon subsidiaire par rapport à la norme civile. Il faut donc comprendre comment les deux dispositions du texte en matière d'intermédiation financière s'articulent ; des éléments de réponse peuvent être trouvés dans l'analyse comparative des éléments constitutifs du délit pénal et du manquement administratif.

Etrangement, aucune des critiques adressées aux articles 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière et 2638 du Code civil, relativement au caractère générique et imprécis des termes utilisés, n'est reformulée à l'égard de l'article 187-*quinquiedecies*. Or, le manquement administratif sanctionne l'individu qui « *ne répond pas dans les délais aux requêtes de la Consob et de la Banque d'Italie* »[743], ou « *en retarde les fonctions* »[744]. Le terme « retarder » (« *ritardare* ») ne semble guère plus précis que l'expression « faire obstacle », puisque de nombreux comportements sont susceptibles de ralentir le travail de la Consob ou de la Banque d'Italie et d'entraîner des résultats au-delà du délai que lesdites autorités s'étaient fixé.

Pourtant, les manquements administratifs sont soumis comme les infractions pénales au principe de légalité, comme le rappelle l'article 1er de la loi n° 689 du 24 novembre 1981 sur la dépénalisation[745].

148. Le retard dans l'exécution des requêtes de la Consob et de la Banque d'Italie : A défaut de précision contenue dans le décret législatif n° 58 du 24 févier 1998, il

---

[742] Texte original : « *Fuori dei casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile* » (art. 187-*quinquiesdecies*, TUF).

[743] Texte original : « *non ottempera nei termini alle richieste della Banca d'Italia e della Consob* » (même article).

[744] Texte original : « *ritarda l'esercizio delle sue funzioni* » (*idem*).

[745] Ce texte dispose qu'« *Nul peut être soumis à des sanctions administratives, sauf en application d'une loi entrée en vigueur avant la commission de la violation* » ; texte original : « *Nessuno può essere assoggettato a sanzioni amministrative se non in forza di una legge che sia entrata in vigore prima della commissione della violazione* » (art. 1er, l. n. 689 du 24 nov. 1981, « legge di depenalizzazione », *G.U.* n. 329 del 30 nov. 1981).

convient de déterminer le sens du vocable « retarder » : celui-ci ne paraît pas signifier autre chose que faire en sorte qu'un évènement survienne ultérieurement à la date où il aurait dû se produire. Il inclurait ainsi les conduites qui, sans empêcher de façon absolue l'exercice de leurs fonctions par les autorités, gênent l'évolution de ces dernières augmentant ainsi la durée nécessaire à la mise en œuvre de leurs missions de contrôle ou de surveillance. Par conséquent, il semblerait que certaines conduites pourraient à la fois « faire obstacle » aux fonctions attribuées à la Consob ou à la Banque d'Italie au sens de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, et « retarder » l'exercice de leurs fonctions au sens de l'article 187-*quinquiesdecies* du même texte. De ce fait, le délit pénal et le manquement administratif pourraient avoir pour origine les mêmes faits et être simultanément caractérisés.

Toutefois, comme cela a été expliqué dans le paragraphe précédent, l'article 170-*bis*, comme l'article 2638 du Code civil, requiert un résultat déterminé pour que l'infraction soit caractérisée, résultat qui réside dans la lésion effective de l'exercice des fonctions attribuées à la Consob ou à la Banque d'Italie pour ce qui concerne le décret législatif applicable en matière d'intermédiation financière. Par conséquent, en l'absence de ce résultat, et dès lors que l'auteur « *ne répond pas dans les délais aux requêtes de la Consob et de la Banque d'Italie* »[746], ou « *en retarde les fonctions* »[747], le manquement administratif est établi. C'est d'ailleurs la position qu'ont adoptée Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI qui écartent l'application de l'article 170-*bis* en l'absence de résultat concret d'atteinte à l'exercice des fonctions desdites autorités[748].

Le manquement de l'article L. 621-15, II, f) du Code monétaire et financier ne vise pas le simple fait de « retarder ». Pour autant, les comportements punis par le manquement de l'article 187-*quinquiesdecies* du texte unique intermédiaire en matière d'intermédiation financière n'échappent pas à toute sanction. Pour s'en convaincre, il convient de se rappeler les différents comportements énumérés par l'article, qui réprime la personne qui « *refuse de donner accès à un document, quel qu'en soit le support, et d'en fournir une copie, refuse de communiquer des informations ou de répondre à une convocation, ou*

---

[746] Texte original : « *non ottempera nei termini alle richieste della Banca d'Italia e della Consob* » (même article).

[747] Texte original : « *ritarda l'esercizio delle sue funzioni* » (*idem*).

[748] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 214 ; v. dans le même sens Eleonora MONTANI, « Le attività di ostacolo : 'Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza : art. 2638 c.c.' », *in* Alberto ALESSANDRI (a cura di), *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 208.

refuse de donner accès à des locaux professionnels », ou encore l'élément matériel du délit de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier qui consiste à « *mettre obstacle à une mission d'enquête ou de contrôle de l'Autorité des marchés financiers* ». En l'absence de précision contraire, et conformément aux indications fournies par l'ancienne Commission des opérations de bourse[749], l'infraction englobe à la fois les comportements qui empêchent de façon absolue les enquêtes ou les contrôles opérés par l'Autorité des marchés financiers, et ceux qui gênent, rendent plus difficiles ou ralentissent ses investigations. Par conséquent, le fait de « retarder » les missions pourrait se voir inclus à la fois dans l'élément matériel du délit français que dans celui du manquement.

D'autre part, du point de vue italien, un dernier élément permet de distinguer le délit de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière du manquement administratif de l'article 187-*quinquiesdecies* : il s'agit de l'élément subjectif ou élément moral.

B- L'élément moral des infractions d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance

149. L'intention caractéristique des délits d'entrave aux fonctions de surveillance des autorités publiques : A l'origine, les premières infractions en matière d'obstacle à l'exercice de leurs missions par les autorités publiques de surveillance étaient, en Italie, des contraventions et par conséquent pouvaient être punies indifféremment à titre de dol, c'est-à-dire lorsqu'elles étaient commises de façon intentionnelle, ou en cas de faute pénale d'imprudence, de négligence ou d'absence ou manque d'expertise. Cependant, avec le décret législatif n° 58 du 24 février 1998[750], certaines de ces infractions changent de nature et deviennent des délits. De ce fait, elles sont alors punies à titre de dol comme le prévoit l'article 42 alinéa 2 du Code pénal italien, lequel dispose que « *Nul ne peut être puni pour un fait considéré par la loi comme délit, si ne l'a commis intentionnellement, sauf dans les cas de délits praeterintentionnels ou fondés sur une faute pénale expressément*

[749] *Bull. COB* avr. 1988, n° 213, § V.4., p. 10.

[750] D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998.

prévus par la loi »[751]. C'est le cas de l'ancien article 171 alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière qui réprimait la communication à la Consob et à la Banque d'Italie de faits non formes à la réalité, ou encore la dissimulation de faits à leur égard : les peines encourues étaient la réclusion[752] et l'amende délictuelle[753], peines privatives de liberté et pécuniaire correspondant aux infractions de nature délictuelle en vertu des articles 17 et 18 du Code pénal italien. L'alinéa 2 de cet article qui sanctionnait l'obstacle à l'exercice des fonctions de surveillance attribuées à la Consob et à la Banque d'Italie, et l'article 174 du texte unique en matière d'intermédiation financière qui protégeait les fonctions de la seule Consob, ont conservé leur nature contraventionnelle comme l'indiquait la répression mise en œuvre par le biais des sanctions encourues constitutives d'arrestation et d'amende contraventionnelle. Ainsi, les deux dispositions permettaient une répression fondée indifféremment sur le dol ou la faute pénale d'imprudence, de négligence ou d'absence ou de manque d'expertise, parce qu'en vertu de l'article 42 alinéa 4 du Code pénal italien, « *pour les contraventions, chacun répond de sa propre action ou omission consciente et volontaire qu'elle soit intentionnelle ou fondée sur une faute pénale* »[754]. Ces textes ayant été abrogés par le décret du 11 avril 2002[755], il ne reste à présent au sein du texte unique en matière d'intermédiation financière que le délit de l'article 170-*bis*, inséré par la loi n° 62 du 18 avril 2005[756] et les délits contenus à l'article 2638 du Code civil italien.

150. La nécessité d'un dol spécial pour le délit de l'article 2638 alinéa 1er du Code civil : L'article 2638 du Code civil italien contient deux délits : d'une part, celui de l'alinéa 1er qui correspond à l'exposition de faits non conformes à la réalité ou la

---

751 Texte original : « *Nessuno può essere punito per un fatto preveduto dalla legge come delitto, se non l'ha commesso con dolo, salvi i casi di delitto preterintenzionale o colposo espressamente preveduti dalla legge* » (art. 42, al. 2, C. pén. it.).

752 Texte original : « *reclusione* » (art. 171, al. 1er, TUF dans sa version du 24 fév. 1998).

753 Texte original : « *multa* » (même disposition).

754 Texte original : « *Nelle contravvenzioni ciascuno risponde della propria azione od omission cosciente e volontaria sia essa dolosa o colposa* » (art. 42, al. 4, C. pén. it.).

755 D.lgs. del 11 apr. 2002, n. 61 « Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 », *G.U.* n. 88 del 15 apr. 2004.

756 Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76.

dissimulation de certains faits et d'autre part, celui de l'alinéa 2 qui réside dans la conduite d'obstacle aux fonctions de surveillance des autorités publiques.

Le premier d'entre eux est composé à la fois d'un dol général et d'un dol spécial. Le dol général réside dans la volonté de l'auteur de transmettre aux autorités publiques de surveillance des informations sur faits dont il sait qu'ils ne sont pas conformes à la réalité, ou bien dans sa volonté de dissimuler des éléments dont il sait qu'il aurait dû les communiquer[757]. Le dol spécial, quant à lui, correspond à la finalité de faire obstacle aux fonctions de surveillance des autorités publiques[758], obstacle qui dans le second alinéa devient une composante de l'élément matériel du délit, en ce qu'il constitue le résultat de l'infraction exigé par le législateur.

Selon certains auteurs, ce dol spécial pourrait être déduit de la conduite adoptée par l'auteur de l'infraction, voire serait même implicitement compris dans ce comportement. Par exemple, Maria Teresa BALSANO affirme que « [...] **la prévision d'un dol spécifique n'a aucune fonction réelle en ce sens que l'élément intentionnel est toujours implicite dans les conduites qui caractérisent l'infraction. Il est, en effet, difficile d'imaginer que l'envoi d'informations fausses aux Autorités de surveillance puisse survenir dans des buts diverses de l'intention de faire obstacle à leurs fonctions** »[759]. Le dol spécial paraît induit par la conduite de dissimulation, au sens précédemment défini : puisque celle-ci réside dans une action qui consiste à cacher certains faits aux autorités publiques de surveillance, il semble probable que l'individu qui procède à une telle opération soit animé de l'intention d'empêcher lesdites autorités d'accéder aux informations qu'il occulte. En revanche, cela ne semble pas si évident pour le

---

757 Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 633.

758 Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 204 ; Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3nda ed., 2007, p. 295 ; Raffaele d'AMBROSIO, *op. cit.*, p. 613.

759 Texte original qui concernait l'ancien article 171 du texte unique en matière d'intermédiation financière : « [...] ***la previsione del dolo specifico non ha alcuna reale funzione in quanto l'elemento doloso è sempre implicito nelle condotte che integrano la fattispecie. È, infatti, difficile immaginare che l'invio alle Autorità di vigilanza di informazioni non veritiere possa avvenire per scopi diversi dalla intenzione di ostacolare le funzioni di vigilanza*** », *in* Maria Teresa BALZANO, « Art. 171 – Tutela dell'attività di vigilanza », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 927 ; v. dans le même sens Maria Iride VANGELISTI, « Art. 171, comma 3, lett. c) e d) », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 927.

comportement de fausses informations, notamment lorsqu'elles représentent des prévisions comptables annoncées par des dirigeants d'entreprises et qui servent par exemple à l'appui d'une offre au public de titres financiers. Ces prévisions peuvent être élaborées en tentant de comprendre le fonctionnement futur de l'entreprise avec les charges à venir et les bénéfices potentiels. Dans ce cas, ces données anticipatives peuvent correspondre à l'hypothèse la plus probable, ou à une espérance dont la probabilité a été calculée sur la base de diverses hypothèses[760]. Les opérations réalisées peuvent cependant conduire à des prévisions trop optimistes, bien que basées sur des conjectures réalistes. Ainsi, les informations fournies dans ce cas sont fausses et pourtant les dirigeants qui transmettent de telles données n'entendent pas nécessairement tromper les autorités publiques de surveillance ou les investisseurs potentiels à l'égard desquels elles sont diffusées. Autrement dit, le dol spécial ne semble pas caractérisé de façon évidente dans chaque situation de fausse information, contrairement à ce qu'affirment ces auteurs. Par ailleurs, du point de vue du principe de légalité criminelle, il ne semble pas opportun de faire se déliter le dol spécial, qui représente le degré le plus intense de l'intention et qui devrait donc être spécialement caractérisé par les magistrats qui statuent sur les infractions qui en sont dotées.

151. La question de l'admission du dol éventuel pour le délit de l'alinéa 1er de l'article 2638 du Code civil italien : La question se pose de savoir si le délit du premier alinéa peut être puni sur le fondement d'un dol éventuel. Il arrive que la jurisprudence italienne se satisfasse de cette intention atténuée, afin de contourner les difficultés liées à la preuve du dol simple ou direct. Ce dernier correspond selon la doctrine pénaliste classique à « la volonté de commettre le délit tel qu'il est déterminé par la loi » et à « la conscience d'enfreindre les prohibitions légales »[761]. Ainsi, l'auteur doit avoir conscience que son comportement coïncide avec la conduite pénalement répréhensible et incriminée par le législateur, et vouloir malgré tout la mettre en œuvre en connaissance de cause. De plus, il doit être conscient des conséquences que vont produire sa conduite et les vouloir également : en effet, une infraction intentionnelle est caractérisée selon Jacques-Bernard HERZOG par le fait que son auteur désire à la fois la

[760] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2nde éd., 2010, p. 200.

[761] Emile GARÇON, *Code pénal annoté,* 1ère éd. 1901, 2ème éd. par PATIN, ROUSSELET et ANCEL, 3 tomes, 1952 à 1959, note sous l'art. 1er, p. 8.

conduite qu'il adopte et le résultat qu'elle engendre[762]. L'article 43 du Code pénal italien confirme l'existence de l'unicité de volontés en cas d'infraction intentionnelle en expliquant que « *le délit est caractérisé par le dol, ou qualifié d'intentionnel,* ***quand l'évènement dommageable ou de mise en danger****, qui est le résultat de l'action ou de l'omission dont la loi fait dépendre l'existence de l'infraction,* ***est prévu et voulu par l'agent comme conséquence de sa propre action ou omission*** »[763]. Cependant, en cas de dol éventuel, cette seconde volonté est atténuée, en ce sens que l'auteur s'est bien représenté les conséquences potentielles de sa conduite, mais s'est limité à accepter la probabilité qu'elles se produisent.

Cette hypothèse doit être distinguée de l'imprudence consciente dans laquelle, bien que l'agent se soit représenté le résultat potentiel de l'infraction, il a adopté la conduite qu'il souhaitait en étant convaincu que ce résultat ne se produirait pas ; autrement dit, il n'a pas accepté le risque de sa survenance. Giuseppe BETTIOL explique ainsi la différence entre dol éventuel et imprudence consciente : « La situation change en revanche quand l'évènement n'est plus prévu comme conséquence certaine de sa propre conduite, mais comme une conséquence purement « possible », comme effet qui peut se vérifier ou non. […] l'évènement devra être qualifié d'intentionnel quand il est possible de prouver que l'agent aurait agi de la même manière s'il avait prévu l'évènement comme conséquence certaine de sa conduite. Si, au contraire, il peut être démontré que l'agent dans une telle hypothèse se serait abstenu d'agir, le dol doit être exclu, alors que l'imprudence doit être considérée admise »[764]. En somme, il

---

[762] Jacques-Bernard HERZOG, « La prévention des infractions involontaires », *in La Prévention des infractions contre la vie et l'intégrité de la personne humaine,* t. 1, p. 217, cité par Roger MERLE, André VITU, *Traité de droit criminel, tome 1 – Problèmes généraux de la science criminelle. Droit pénal général*, Paris, Cujas, 4° éd., 1981, p. 686. V. pour exemple dans le même sens en doctrine italienne : Giuseppe BETTIOL, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, Cedam, 6nda ed., 1966, p. 380 ss.

[763] Mis en gras par nous. Texte original : « *il delitto: è doloso, o secondo l'intenzione,* ***quando l'evento dannoso o pericoloso****, che è il risultato dell'azione od omissione e da cui la legge fa dipendere l'esistenza del delitto,* ***è dall'agente preveduto e voluto come conseguenza della propria azione od omissione*** » (art. 43, C. pén. it.).

[764] Texte original : « *La situazione cambia invece quando l'evento non è più previsto come conseguenza certa della propria condotta, ma come conseguenza meramente « possibile », come effetto che può verificarsi ma che anche può non verificarsi. […] levento sarà da considerarsi intenzionale quando si possa provare che l'agente avrebbe ugualente agito anche se avesse previsto l'evento come conseguenza certa del proprio operare. Se invece può essere accertato che l'agente in tale ipotesi si sarebbe astenuto dall'agire, il dolo deve ritenersi escluso per ammettere invece la colpa con previsione* », *in* Giuseppe BETTIOL, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, CEDAM, 6° ed., 1966, p. 391. Cf. également Ferrando MANTOVANI qui explique que « Comme dans le dol éventuel, le sujet dans le cadre de la faute

y a dol là où l'auteur a au moins accepté le risque que se produise le résultat de sa conduite ; au contraire, l'imprudence subsiste lorsque ce risque n'a pas été admis.

152. L'exclusion du dol éventuel pour le délit de l'alinéa 1er de l'article 2638 du Code civil italien : En matière de communications aux autorités publiques de surveillance de faits matériels non conformes à la réalité ou de dissimulation de faits qui auraient du être communiqués à ces autorités, le dol éventuel a été explicitement exclu par l'une des sections criminelles de la Cour de cassation italienne, au motif celui-ci s'avère incompatible avec l'exigence du dol spécial imposée par l'article 2638 alinéa 1er du Code civil[765]. Une telle solution semble parfaitement logique au regard de la définition du dol spécial. Selon André VITU, « Le dol spécial est en effet une intention précise, requise par des lois particulières comme élément constitutif de certaines infractions à propos desquelles le législateur incrimine généralement la production d'un résultat déterminé »[766]. De ce fait, si un texte d'incrimination requiert la volonté de produire un résultat précis et spécifiquement identifié, il semble impossible d'engager la responsabilité pénale d'une personne sur le seul fondement du dol éventuel, c'est-à-dire en raison de l'acceptation par l'auteur du seul risque qu'un tel résultat se produise. C'est aussi en ce sens que se positionne la doctrine italienne[767].

153. L'exigence d'un dol général pour le délit de l'article 2638 alinéa 2 du Code civil italien et les infractions du Code monétaire et financier français : Du point de vue de l'élément intellectuel, ces trois infractions possèdent la même structure : elles requièrent l'existence d'une intention, ou dol général pour les deux délits. Celui consiste

---

consciente se représente la possibilité abstraite de la survenance de l'évènement. Cependant, alors que dans le premier cas celui-ci conserve la conviction ou au moins le doute que l'évènement puisse se réaliser, en acceptant ainsi le risque, dans le second cas il est précisément convaincu que l'évènement ne se vérifiera pas » ; Texte original : « *Come nel dolo eventuale, anche nella colpa cosciente il soggetto si rappresenta l'astratta possibilità del verificarsi dell'evento. Ma mentre nel primo egli permane nella convinzione o soltanto nel dubbio che l'evento possa verificarsi, accettandone pertanto il rischio, nella seconda ha il preciso convincimento che non si verificherà* », *in* Ferrando MANTOVANI, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, Cedam, 1979, p. 296.

[765] Cass. pen., sez. V, 4 maggio 2007, n. 23838, *in Dir. pen. proc.* 2007, p. 77 ; *Guida al diritto* 8 sett. 2007, n° 35, pp. 71-74.

[766] Roger MERLE, André VITU, *Traité de droit criminel, tome 1 – Problèmes généraux de la science criminelle. Droit pénal général*, Paris, Cujas, 4° éd., 1981, p. 678.

[767] V. pour exemple Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 211.

en la conscience et la volonté de faire obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance pour la disposition italienne ou aux missions d'enquête et de contrôle de l'Autorité des marchés financiers pour le délit français. Pour ce dernier, l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier ne donne aucune indication quant à la nature de l'élément moral du délit. Cependant, en vertu de l'article 121-3 du Code pénal français, lequel dispose qu'« *Il n'y a point de crime ou délit sans intention de le commettre* », le caractère intentionnel de l'infraction ne fait aucune doute. De ce fait, Nicolas RONTCHEVSKY considère que « Cette exigence d'un élément intentionnel devrait exclure de retenir le délit à l'encontre d'une personne n'ayant pas les documents recherchés en sa possession ou ne connaissant pas la réponse aux questions qui lui sont posées, notamment si elle ne se souvient plus des faits sur lesquels elle est interrogée, surtout s'ils sont anciens »[768]. Concernant le manquement administratif, celui-ci semble également supposer l'exigence d'une intention, puisque l'élément matériel réside bien dans un refus opposé à une demande de l'Autorité des marchés financiers, et non dans une simple abstention[769]. La volonté de l'auteur est donc requise, malgré le caractère habituellement objectif attribué aux infractions de nature administrative[770].

Il en est de même pour l'infraction italienne, puisque le texte d'incrimination sanctionne les personnes « *qui, en connaissance de cause, font obstacle aux fonctions* »[771] des autorités publiques de surveillance. Le dol retenu est un dol simple et le dol éventuel est exclu du fait de l'expression « en connaissance de cause »[772], qui laisse entendre que l'auteur doit non seulement vouloir la conduite d'entrave qu'il adopte mais aussi ses conséquences, lesquelles résident dans le résultat d'obstacle effectif et concret aux

---

[768] Nicolas RONTCHEVSKY, « Le délit d'obstacle et le manquement d'entrave aux enquêtes de l'autorité des marchés financiers », *Lamy Droit pénal des affaires*, 2015, § 2191, p. 794.

[769] Maxime GALLAND, « Evolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 595, § II, C, 1.

[770] Nicolas RONTCHEVSKY, *op. cit.*, § 2197, p. 796.

[771] Texte original : « *i quali, consapevolmente ne ostacolano le funzioni* » (art. 2638, al. 2, C. civ. it.).

[772] V. en ce sens Enzo MUSCO (con la collaborazione di Maria Novella MASULLO), *I nuovi reati societari*, Giuffré editore, Milano, 3° ed., 2007, p. 297 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 215 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 212 ; Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 615 et 633-634.

fonctions de surveillance des autorités requis pour la caractérisation de l'élément matériel du délit.

154. L'intention atténuée de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière : Le délit contenu dans cette disposition reste une infraction intentionnelle en l'absence de mention contraire, et en vertu de la règle de l'article 42 alinéa 2 du Code pénal italien, qui consacre le principe de l'exigence d'un dol pour les délits. Il se satisfait d'un dol général qui réside dans la conscience et la volonté d'adopter une conduite d'entrave aux fonctions de surveillance de la Consob et de la Banque d'Italie. Cette intention implique également que l'auteur souhaite qu'un obstacle réel survienne, c'est-à-dire que ces autorités soient concrètement empêchées dans l'exercice de leurs missions[773].

Toutefois, la majeure partie de la doctrine s'accorde pour affirmer que le délit peut se satisfaire du seul dol éventuel, dans le sens précédemment défini[774]. Cette interprétation découle de l'absence de la mention « *en connaissance de cause* »[775], qui est en revanche présente dans l'article 2638 alinéa 2 du Code civil italien. Par conséquent, le seul élément requis réside dans la nécessité pour l'auteur d'avoir envisagé que sa conduite entrave concrètement l'activité de ces autorités, et d'avoir choisi malgré tout de persister dans son comportement. Autrement dit, il suffit que ce dernier « [se soit représenté] la possibilité concrète de survenance de l'évènement précédemment mentionné et [ait néanmoins décidé] d'agir quitte à le provoquer, en en acceptant de ce fait le risque »[776].

Cette exigence minorée d'intention présente un intérêt incontestable, en ce qu'elle permet d'appréhender certains comportements qui auraient dû être régis par la disposition du Code civil, mais qui ne peuvent être poursuivis sur ce fondement faute de dol simple. Il convient de rappeler que l'article 170-*bis* du texte unique en matière

---

[773] V. en ce sens Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 203.

[774] Cf. § 144, pp. 256-257 des présents travaux.

[775] Texte original : « *consapevolmente* » (art. 2638, al. 2, C. civ. it.). V. pour exemple Raffaele d'AMBROSIO, « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 633-634.

[776] Texte original : « [...] ***si siano rappresentati la concreta possibilità di verificazione del suddetto eventoe abbiano nondimeno deciso di agire a costo di cagionarlo, accentandone perciò il rischio*** », Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 215.

d'intermédiation financière s'applique de façon subsidiaire par rapport à cette dernière, du fait de l'expression initiale « *Hors les cas prévus par l'article 2638 du Code civil* »[777]. Ainsi, tous les comportements d'obstacle aux missions de la Consob et de la Banque d'Italie, mis en œuvre par les dirigeants spécifiquement énumérés dans la norme codifiée sans que ceux-ci en aient souhaité les conséquences, pourront être poursuivis sur le fondement de l'article 170-*bis* dès lors qu'ils avaient au moins conscience de la possibilité de leur réalisation. De plus, le dol éventuel facilite en pratique la caractérisation de l'infraction par le Ministère public. L'action mise en œuvre par l'auteur doit entraîner une atteinte effective à l'exercice de leurs fonctions par les deux autorités italiennes ; or, s'il veut atteindre cet objectif, il doit nécessairement se représenter le résultat vers lequel il veut tendre. Par conséquent, il se représente au moins les conséquences éventuelles de sa conduite et décide malgré tout d'agir en ayant conscience que celles-ci peuvent se produire. L'intention dans sa forme affaiblie est donc susceptible d'être caractérisée en toute hypothèse, car déduite de la matérialité des faits. Toutefois, bien qu'il soit atténué, le dol demeure l'élément caractéristique des délits d'entrave aux fonctions des autorités publiques de surveillance. Le manquement administratif italien, au contraire, ne suppose pas la démonstration d'une intention.

155. L'indifférence de la nature de l'élément moral pour le comportement de l'article 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'intermédiation financière : L'article 3 de la loi n° 689/1981 sur la dépénalisation, relatif à l'élément subjectif des manquements administratifs, précise que « *Pour les violations auxquelles une sanction administrative est applicable, chacun est responsable de sa propre action ou omission, consciente et volontaire, qu'elle soit intentionnelle ou qu'elle résulte d'une faute* »[778]. Ainsi, le législateur italien reconnaît expressément l'existence d'un élément moral dans les manquements administratifs. En revanche, il est indifférent qu'il s'agisse d'un dol ou d'une faute de négligence, d'imprudence, d'une absence ou d'un manque d'expertise. La formule est similaire en tout point à celle utilisée par le législateur à

[777] Texte original : « *Fuori dei casi previsti dall'articolo 2638 del codice civile* » (art. 170-*bis*, TUF).

[778] Texte original « *Nelle violazioni cui è applicabile una sanzione amministrativa ciascuno è responsabile della propria azione od omissione, cosciente e volontaria, sia essa dolosa o colposa* » (art. 3, L. n° 689/1981 du 24 nov. 1981).

l'article 42, alinéa 4 du Code pénal italien pour définir l'élément moral des contraventions[779].

L'intention comme la négligence ne semble pas difficile à caractériser : il est tout à fait envisageable qu'un dirigeant ou une autre personne en charge de la communication avec les autorités de contrôle reçoive une requête à laquelle il doit satisfaire dans un certain délai, et qui du fait d'obligations professionnelles multiples, oublie de répondre dans le temps qui lui est imparti. Par ailleurs, ces mêmes personnes peuvent choisir de retarder volontairement les réponses apportées à la Consob ou à la Banque d'Italie, soit pour préserver de façon certaine la confidentialité de négociations ou d'un projet, soit parce qu'elles estiment ne pas posséder d'informations assez précises pour répondre de façon claire aux demandes qui leur ont été adressées.

156. Conclusion quant aux éléments constitutifs des infractions d'entrave : La protection des autorités publiques de surveillance par le législateur se traduit par des délits pénaux et des manquements administratifs, aux définitions très larges. L'objectif poursuivi de protection de l'activité de ces autorités, et par extension de l'information fournie aux investisseurs, est également garanti par la sévérité des sanctions encourues par les auteurs de ces infractions.

Paragraphe 4. Les peines encourues en cas d'entrave aux missions des autorités publiques de surveillance italienne et de l'Autorité des marchés financiers française

157. La combinaison de la privation de liberté et de la sanction pécuniaire pour les délits : Les peines instituées par le législateur français à l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier s'élèvent à deux ans d'emprisonnement et 300 000 euros d'amende. Ces thèmes se rapprochent de celles prévues pour les délits de l'article 170-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, une peine de réclusion dont la durée est identique et une amende délictuelle dont le montant peut être compris entre 20 000 et 400 000 euros.

[779] Ce dernier dispose que « *Pour les contraventions, chacun répond de sa propre action ou omission consciente et volontaire qu'elle soit intentionnelle ou fondée sur une faute pénale* » ; texte original : « *Nelle contravvenzioni ciascuno risponde della propria azione od omissione cosciente e volontaria sia essa dolosa o colposa* ».

En ce qui concerne les délits prévus par l'article 2638 du Code civil italien, la peine pécuniaire est absente. En revanche, les auteurs de ces infractions peuvent faire l'objet d'une réclusion d'une durée d'une à quatre années. Les personnes morales peuvent également voir leur responsabilité engagée, en vertu de l'article 25-*ter s*) du décret législatif n° 231/2001 du 8 juin 2001[780]. L'article 10 de cette disposition explique dans son premier alinéa qu'« *en cas de manquement administratif dérivant d'une infraction pénale, la sanction administrative pécuniaire est toujours appliquée* »[781]. Quant à ses modalités de mise en œuvre, elles sont détaillées dans les deux alinéas suivants : une telle sanction « *est appliquée par tranches d'un nombre compris entre cent et mille* »[782] et le montant de chacune d'entre elles « *varie d'un minimum de 258 à un maximum 1549 euros* »[783]. Pour le délit particulier de l'article 2638 du Code civil, les juges peuvent infliger jusqu'à huit cents parts de pénalité, mais pas moins de quatre cents[784]. Enfin, l'alinéa 3 de ce même article prévoit une circonstance aggravante liée à la nature de la personne morale à l'origine de l'infraction, puisque « *la peine est doublée s'il s'agit d'une société dont les titres sont cotés sur des marchés règlementés italiens ou d'un autre État de l'Union européenne, ou largement diffusés dans le public au sens de l'article 116 du texte unique contenu dans le décret législatif du 24 février 1998, n° 58* »[785]. La seconde catégorie d'entités visées par ce texte correspond aux sociétés qui réalisent une offre au public d'instruments financiers[786].

---

[780] D.lgs. del 8 giugno 2001, n. 231/2001, « Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300 », *G.U.* n. 140 del 19 giugno 2001.

[781] Texte original : « *Per l'illecito amministrativo dipendente da reato si applica sempre la sanzione pecuniaria* » (art. 10, 1., d.lgs. n° 231/2001 du 8 juin 2001).

[782] Texte original : « *viene applicata per quote in un numero non inferiore a cento né superiore a mille* » (art. 10, 2., d.lgs. n° 231/2001 du 8 juin 2001).

[783] Texte original : « *va da un minimo di lire cinquecentomila (258 €) ad un massimo di lire tre milioni (1 549 €)* » (art. 10, 3., d.lgs. n° 231/2001 du 8 juin 2001).

[784] Art. 25-*ter*, *s*), d.lgs. n° 231/2001 du 8 juin 2001.

[785] Texte original : « *La pena è raddoppiata se si tratta di società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altri Stati dell'Unione europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante al senso dell'articolo 116 del testo unico di cui al decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58* » (art. 2638, al. 3, C. civ. it.).

[786] V. en ce sens, Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 627.

158. Les montants significatifs des sanctions pécuniaires des manquements administratifs : Pour finir, l'article 187-*quinquiesdecies* du texte unique en matière d'information financière prévoit une sanction administrative pécuniaire d'un montant vertigineux, dès lors que celui-ci est compris entre 50 000 et 1 million d'euros. Elle est donc 2,5 fois plus élevée que l'amende délictuelle de l'article 170-*bis* du même texte et trois fois supérieure à l'amende pénale prévue par le législateur français à l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier, alors même que le comportement réprimé par le manquement, lequel réside dans le retard des réponses adressées aux requêtes de la Consob ou de la Banque d'Italie, paraît beaucoup moins grave que les comportements d'entrave ou de communication erronée punis par les délits pénaux.

De son côté, l'article L. 621-15, III, a) et b) du même code prévoit une sanction administrative pécuniaire là encore démesurée, dont le montant peut atteindre 100 millions d'euros pour les professionnels visés par certains alinéas du pagragraphe II de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier, ou 15 millions d'euros pour les personnes physiques placées sous l'autorité des premières ou agissant pour leur compte. A celle-ci, s'ajoutent les sanctions disciplinaires telles que le « *l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités* »[787]. Les non-professionnels encourent également une sanction pécuniaire de 100 millions d'euros. La sanction de ce manquement est indéniablement disproportionnée au regard du comportement matériel et de l'objectif visés par le manquement. Cela peut s'expliquer par le fait que ces sanctions sont applicables à l'ensemble des transgressions que l'Autorité des marchés financiers peut sanctionner, y compris aux abus de marché dont il a été vu qu'ils constituent des conduites gravement nocives pour les marchés. C'est pourquoi il aurait été souhaitable de fixer une sanction particulière pour le manquement d'entrave qui ne mérite pas une mesure aussi répressive. Le législateur aurait également pu choisir de faire appliquer la sanction pécuniaire prévue pour les préposés des prestataires de service d'investissement et autres établissements en cas de non-respect des obligations et règles professionnelles auxquelles ils sont soumis, cette sanction étant limitée à 300 000 euros[788]. Ce montant semble raisonnable et assez dissuasif au regard de la conduite sanctionnée.

---

[787] Art. L. 621-15, III, a) et b), C. mon. fin.

[788] Art. L. 621-15, III, b), C. mon. fin. par renvoi à l'art. L. 621-15, II, a) et b) du même code.

159. Conclusion du chapitre second : Les autorités de régulation des marchés ont pour mission de protéger les investisseurs et de veiller à la préservation de l'épargne investie. C'est pourquoi elles contrôlent l'information financière délivrée au public, afin de les protéger des éventuels abus de marché et de garantir un fonctionnement clair et régulier des marchés financiers. Pour ce faire, l'Autorité des marchés financiers et la Consob possèdent un panel étendu de prérogatives, ces dernières étant identiques dans les deux pays, ce qui montre le degré de convergence des législations en la matière. Toutefois, l'étude comparée des droits français et italien a mis en lumière la difficulté pour les États membres de l'Union européenne d'établir clairement les cadres d'action des autorités administratives et les pouvoirs qui y sont attachés. Il serait donc souhaitable que les modalités d'exécution de leurs missions soient définies au niveau européen, non pas nécessairement pour renforcer une harmonisation déjà bien poussée, mais pour rationaliser la matière et proposer à l'ensemble des pays des normes cohérentes et simplifiées pour assurer une articulation précise des cadres d'action des autorités administratives et des prérogatives qu'elles sont susceptibles de mettre en œuvre.

Par ailleurs, afin qu'elles puissent concrètement exercer leurs fonctions, leurs activités sont protégées par différents délits pénaux et manquements administratifs. En Italie, les dispositions qui poursuivent une telle finalité sont nombreuses, et même si leurs champs d'application respectifs sont relativement définis, les articles 170-*bis* et 187-*quinquidecies* du texte unique en matière d'intermédiation financière semblent privés d'application effective. En revanche, les conduites d'entrave réprimées sont multiples ce qui permet d'appréhender tout comportement empêchant les autorités de mettre en œuvre leurs prérogatives. Enfin, si les sanctions paraissent dissuasives dans le versant pénal de la répression, leur montant vertigineux leur ôte une partie de leur crédibilité dans le versant administratif. Le droit italien pourrait en ce domaine s'inspirer du droit français en ne conservant que les infractions, pénale et administrative, spécifiques à la Consob réprimées par les dispositions du texte unique en matière d'intermédiation financière. En revanche, il ne paraît pas opportun de conserver l'article 2638 du Code civil italien et ce pour deux raisons au moins. En premier lieu, la désignation des auteurs potentiels au sein d'une longue liste, par ailleurs redondante, est maladroite. Le caractère général de l'article 170-*bis* paraît plus approprié, notamment parce que les

dirigeants ne sont pas les seules personnes susceptibles d'entraver l'activité des autorités administratives indépendantes. En second lieu, il a été expliqué comme il est difficile de déterminer quelles sont « *les autorités publiques de surveillance* » visées par l'article 2638 du Code civil, tant elles sont nombreuses et leurs champs de compétences varient. Il est vrai que l'institution d'une infraction pour chaque autorité pourrait conduire à l'incrimination de comportements pas toujours identiques ou égaux du fait de leur disposition au sein des codes ou textes consacrés à l'activité de telle ou telle autorité. Cependant, un tel choix permettrait de sanctionner les comportements en lien avec les missions spécifiques de chacune d'entre elles, lesquelles seraient donc clairement identifiées, là encore à l'image du droit français (puisque l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier mentionne expressément les missions de contrôle et d'enquête de l'autorité des marchés financiers). Ainsi, les imperfections liées à la généralité de l'infraction et à son manque de précision pourraient être effacées et les doutes quant à sa conformité au principe de légalité criminelle dissipés.

160. Conclusion du titre premier : Dans ce premier titre, il a été expliqué que l'information financière revêt une triple fonction. D'un point de vue juridique, elle constitue un outil de transparence, destiné à réduire autant que possible les inégalités d'accès à l'information, qui existent par nature sur les marchés. En cela, elle constitue également un moyen de lutte contre les opérations d'initié et les communications d'informations privilégiées. Ensuite, d'un point de vue économique, elle donne aux opérateurs et prescripteurs, c'est-à-dire les analystes et journalistes financiers, la possibilité de se représenter la valeur des émetteurs et des instruments financiers qu'ils diffusent, malgré l'action de facteurs liés notamment aux comportements des investisseurs eux-mêmes, qui viennent perturber le processus de formation des cours. La communication financière passe dans cette hypothèse par la publication périodique des comptes et contribue dans ce cas à la lutte contre la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Enfin, au regard des évolutions récentes des marchés financiers et de l'accroissemment de la concurrence entre les places boursières, l'information financière est aussi devenue un outil « *marketing* » utile aux émetteurs afin qu'ils se démarquent de leurs concurrents et de convaincre les épargnants d'acquérir leurs instruments. Afin de limiter le risque que l'information ne devienne publicité et de garantir le respect de leurs obligations en la matière par les émetteurs, il était indispensable de doter certaines autorités de prérogatives leur donnant la possibilité de s'assurer du respect des impératifs posés en matière d'information financière.

Les autorités administratives indépendantes de régulation des marchés, telles que l'Autorité des marchés financiers française et la Consob italienne, se sont vues attribuer une telle fonction. Au vu de l'étendue de leurs pouvoirs et de l'intensité avec laquelle les législateurs français et italien ont désiré protéger leur mission, il est permis de souligner à nouveau le consensus européen relativement au caractère primordial de l'information financière tant pour le fonctionnement régulier et transparent des marchés financiers, que pour l'efficacité de leurs fonctions. En effet, quant au premier aspect, l'accessibilité des investisseurs aux données financières et comptables relatives aux émetteurs revêt une telle importance que toutes les dispositions instituant des pouvoirs au bénéfice de la Consob de l'Autorité des marchés financiers tendent à leur permettre de pallier les insuffisances des émetteurs. Elles garantissent ainsi une information effective et intégrale pour que les investisseurs puissent avoir confiance en les marchés et acquièrent des instruments financiers. Concernant le second aspect, ces mêmes

dispositions garantissent aux investisseurs la faculté d'effectuer une opération libre et éclairée, permise par la possibilité pour ceux-ci de se représenter, dans un contexte égalitaire, la valeur de la société dont ils veulent négocier les titres.

Après avoir expliqué en quoi l'information financière revêt une importance significative pour la stabilité et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment en ce qu'elle contribue considérablement à la prévention des abus de marché, il convient de déterminer ses caractéristiques.

TITRE 2
LES CARACTERISTIQUES ANALOGUES DE L'INFORMATION FINANCIERE FRANÇAISE ET ITALIENNE

« La transparence, et donc l'obligation d'informer, règne en maître dans la société contemporaine. Elle domine tous les secteurs et impose ses exigences : l'information doit être de qualité et en quantité suffisante. Nul ne s'en plaindrait si son abondance n'était pas destructive – l'information tue l'information – et contraignante à un point tel que l'on peut se demander si elle ne constitue pas « une dictature à faire tomber ». En tout cas, l'information financière est devenue, au fil des ans, non seulement une question délicate mais également un risque réel pour tous ceux qui sont en charge de cette information. Le risque existe dès lors que les termes sont inadéquats ou inappropriés ou lorsqu'on l'on tarde à parler. »[789]

[789] Thierry BONNEAU, *in* Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, préface, p. 11.

161. Le renforcement de la transparence par la création européenne de nouvelles obligations en matière d'information financière : Les États membres des Communautés européennes ont commencé à construire un marché unique en 1957 avec le Traité de Rome[790]. De ce fait, ils n'ont eu d'autre choix que de mettre en conformité leurs législations nationales avec les normes édictées dans le but de développer ce vaste espace d'échange. Cette évolution devait notamment se traduire par un essor des marchés boursiers, toujours plus accessibles à l'ensemble des citoyens. Il était donc nécessaire d'en assurer un fonctionnement clair et fiable, afin que ces derniers y aient recours sans crainte. Cet objectif apparaît clairement dans le premier considérant de la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004, dite « *Transparence* », lequel dispose que « *Des marchés de valeurs mobilières efficaces, transparents et intégrés contribuent à un véritable marché unique dans la Communauté et stimulent la croissance ainsi que la création d'emplois par une meilleure répartition des capitaux et une réduction des coûts. La divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante d'une confiance durable des investisseurs et permet d'apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs, ce qui renforce à la fois la protection des investisseurs et l'efficacité du marché* ».

162. Les émetteurs comme débiteurs principaux des obligations en matière d'information financière : Il a été vu dans le titre précédent, le rôle primordial joué par l'information financière. Si les directives et règlements se sont multipliés dans le but d'accroître le potentiel du marché européen, ces normes ont engendré la mise en place d'un lourd système de communication, aux ramifications et aux destinataires nombreux. Les émetteurs sont les premiers sujets à se trouver impactés et les ordres juridiques des États membres fourmillent d'obligations qui pèsent sur eux en matière de communication financière. C'est notamment le cas lorsque les instruments financiers qu'ils diffusent sont négociés sur des marchés règlementés, ou des systèmes multilatéraux de négociation organisés. Les sociétées cotées sont les principales débitrices de ces obligations à destination d'un public varié, puisque l'article 7 de la

[790] Traité de Rome du 25 mars 1957 instituant la Communauté économique européenne.

directive n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004 dite « *Transparence* »[791] dispose que « *Les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations à élaborer et à publier conformément aux articles 4, 5, 6 et 16 incombe* ***au moins à l'émetteur*** *ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance* […] »[792].

Cet état de fait se retrouve dans les législations nationales, et en particulier en France et en Italie. Dans ce second pays notamment, la délimitation des renseignements à fournir dans le cadre de l'information règlementée au sens de la directive « *Transparence* »[793] est fondée sur la désignation des personnes en charge de la diffuser, à savoir les émetteurs. L'article 113-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière explique sur ce point que « *Les informations règlementées s'entendent de celles qui doivent être publiées* ***par les émetteurs cotés****, par les émetteurs cotés qui ont choisi l'Italie comme État membre d'origine ou par les personnes qui les contrôlent au sens des dispositions du présent Titre, chapitres I et II, sections I, I-bis e V-bis, et des règlements d'exécution y afférant, ou encore des dispositions prévues par des États hors l'Union européenne retenues équivalentes par la Consob* »[794]. De même, l'article 223-1 A du règlement général de l'Autorité des marchés financiers définit la notion de l'« émetteur » qui doit s'assurer de la diffusion « *effective et intégrale* »[795] de l'information règlementée et garantir la qualité de l'information permanente qu'il doit communiquer de façon « *exacte, précise et sincère* »[796].

---

[791] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[792] Mis en gras par nous.

[793] L'information réglementée doit s'entendre de « toute information que l'émetteur, ou toute autre personne ayant sollicité sans le consentement de celui-ci l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, est tenu de communiquer en vertu de la présente directive, de l'article 6 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) ou des dispositions législatives, réglementaires ou administratives d'un État membre adoptées en vertu de l'article 3, paragraphe 1, de la présente directive » (art. 2, *k*) de la directive « *Transparence* » précitée).

[794] Mis en gras par nous. Texte original : « *Per informazioni regolamentate si intendono quelle che devono essere pubblicate* ***dagli emittenti quotati****, dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine o dai soggetti che li controllano, ai sensi delle disposizioni contenute nel presente Titolo, Capo I e Capo II, Sezioni I, I-bis e V-bis, e nei relativi regolamenti di attuazione ovvero delle disposizioni previste da Paesi extracomunitari ritenute equivalenti dalla Consob* » (art. 133-*ter*, TUF).

[795] Art. 221-3, RG AMF.

[796] Art. 223-1, RG AMF.

163. L'ampleur de l'objet de l'information financière : La directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004 dite « *Transparence* »[797] a délimité largement la notion d'information règlementée, et pas moins de dix-sept articles ont trait au contenu de cette dernière. En France, les obligations des émetteurs en la matière ont été transposées par le biais de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 dite « *Loi Breton* »[798]. L'information règlementée à charge des émetteurs est définie à l'article 221-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui énumère une liste de d'éléments la composant. Elle se comprend principalement de deux types de données : d'une part, celles qui relèvent de l'information périodique et d'autre part, celles qui concernent l'information permanente. Pierre CLERMONTEL a parfaitement défini l'une et l'autre en expliquant que la première correspond à « **la publication d'informations historiques couvrant les états financiers des sociétés, publiées selon une périodicité régulière, sur une base annuelle, semestrielle et trimestrielle** »[799] et que la seconde représente « **la publication de toute autre information susceptible d'avoir une incidence sur le cours de bourse. Il s'agit là de la délicate question de l'information privilégiée** »[800], mais pas seulement car il est incontestable que de nombreuses annonces sont susceptibles d'engendrer une altération de la valeur des instruments financiers.

L'Italie a, quant à elle, choisi une classification tripartite de l'information financière, dont le contenu reste toutefois identique à celui prévu dans la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004, ce qui montre le haut degré d'harmonisation dans ce domaine. La transposition a été réalisée par le biais de deux lois des 18 avril et 28 décembre 2005[801]. Elle distingue l'information périodique, l'information permanente (ou continue) de l'information occassionnelle. La distinction entre ces deux dernières catégories d'informations est mal aisée au vu de la frontière ténue qui les sépare. En réalité, la catégorie française de l'information permanente se voit amputée des opérations

---

[797] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») précitée.

[798] Loi n° 2005-842 du 26 juil. 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, *J.O.R.F.* n° 173 du 27 juil. 2005, p. 12160.

[799] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 123.

[800] *Ibid.*

[801] Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76 ; legge del 28 dic. 2005, n. 262/2005, « *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari* », *G.U.* n. 301 del 28 dic. 2005, *suppl. ordinario* n. 208.

financières extraordinaires, telles que les fusions ou scissions par exemple, et de tout autre évènement qui survient en principe de façon exceptionnelle dans une entreprise, tel que les situations de crise qui appartiennent à l'information occasionnelle. Selon Gilberto GABRIELLI, cette dernière doit s'entendre des publications relatives à des « **faits occasionnels qui ne concernent pas la gestion ordinaire de l'entreprise** »[802]. La distinction entre information permanente et information occasionnelle ne semble pas très opportune, puisqu'il paraît ardu d'identifier des évènements assez importants pour être portés à la connaissance du public, sans l'être assez pour être susceptible d'influencer le cours des instruments financiers et correspondre ainsi à de l'information permanente. Ainsi, si cette dernière correspond aux données que l'émetteur doit publier à tout moment dès lors qu'elles sont pertinentes pour les investisseurs, il paraît concevable d'envisager que tout évènement porté à la connaissance du public au titre de l'information occasionnelle puisse en réalité appartenir à l'information permanente.

164. L'extension des impératifs en matière d'information financière à d'autres catégories de sujets : L'objectif de la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004[803] étant avant tout la protection des investisseurs et l'efficacité du marché, les émetteurs et leurs dirigeants n'ont pas été les seuls à voir leurs publications règlementées. Puisque la qualité de l'information est primordiale pour le bon fonctionnement des marchés, il convient en effet que tout individu qui fournit des informations relatives à une société cotée ou aux instruments financiers qu'elle diffuse s'assure de la sincérité et de l'accessibilité de ces informations, quelle que soit sa profession ou sa fonction. Cette thèse est confortée par le fait que les dispositions qui répriment les manquements à la bonne information du public, tant dans leur versant

---

802 Texte original : « *fatti di natura occasionale non attinenti alla gestione ordinaria aziendale* », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 40.

803 Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

administratif que dans leur versant pénal, sanctionnent « *quiconque* »[804] ou « *toute personne* »[805].

C'est pourquoi de nombreux professionnels diffusant des estimations, des prévisions, des analyses, des recommandations d'investissement ou de simples avis sur les émetteurs et leurs instruments financiers, tels que les analystes ou les journalistes financiers par exemple, ont vu leurs activités encadrées afin que, là encore, les informations fournies au public soient exactes et non trompeuses, c'est-à-dire claires, compréhensibles et objectives. Les textes eurpéens allant dans ce sens sont multiples, ce qui met en relief la particulière étendue du contrôle que les autorités veulent instituer sur les communications délivrées aux investisseurs[806].

Dans ce titre, seront donc étudiées les qualités que doit revêtir l'information financière en France et en Italie en fonction de la catégorie professionnelle de celui qui la diffuse (Chapitre 1), pour ensuite dégager des caractéristiques communes dans les deux pays, malgré une classification différente en fonction du contenu de l'information règlementée (Chapitre 2).

---

[804] Texte original : « *chiunque* » utilisé dans les articles 184, al. 1er et 187-*ter*, al. 1er, TUF respectivement relatifs au délit pénal et au manquement administratif de diffusion d'informations inexactes ou mensongères.

[805] L'expression est employée dans les articles L. 465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier et 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

[806] Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 déc. 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflitsd'intérêts, *J.O.U.E.* L. 339 du 24 déc. 2003, pp. 73-77 ; Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 sept. 2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.* L. 302 du 17 nov. 2009, pp. 1-31. ; Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.* L 146 du 31 mai 2013, pp. 1-33 ; Règlement délégué (UE) 2015/3 de la Commission du 30 sept. 2014 complétant le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les exigences de publication relatives aux instruments financiers structurés, *J.O.U.E.* L 2 du 6 janv. 2015, pp. 57-119.

CHAPITRE 1
DES MOYENS COMPARABLES POUR ASSURER LA TRANSPARENCE EN FRANCE ET EN ITALIE

165. Les objectifs de la directive « Transparence » en matière d'information financière : En matière boursière, « l'un des sujets les plus sensibles concerne l'informaiton financière, car elle constitue une donnée fondamentale du comportement des opérateurs sur le marché. Dès lors il convient d'assurer aux différents intervenants une certaine égalité dans l'accès à l'information »[807]. Des dispositions instituant des obligations en matière d'information financière existaient déjà avant l'adoption de la directive transparence[808]. Toutefois, elles ont encore été multipliées par les instances communautaires avant d'être transposées, de façon plus ou moins harmonisée, dans l'ordre juridique des différents États membres. Celles-ci considéraient que « *les émetteurs de valeurs mobilières [devaient] assurer un par un flux régulier d'informations, un degré approprié de transparence à l'égard des investisseurs* »[809]. Cette disposition confirme que la transparence doit être garantie par l'information financière. Toutefois, la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004 n'avait pas pour seule finalité le renforcement de la protection des épargnants et actionnaires par l'augmentation du nombre de renseignements à leur communiquer. Les communautés européennes souhaitaient également que le marché unique continue à se développer. Ainsi, il apparaissait nécessaire d'améliorer la convergence entre les législations des États membres en matière d'information financière, afin d'empêcher que certains émetteurs choisissent d'opérer dans des territoires où la règlementation en ce

---

807 « Diffusion de fausses informations et manipulation de cours », *Droit de la bourse et des marchés financiers*, Soficom éditions, 1996, p. 9.

808 V. pour exemple la directive 79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 66 du 16 mars 1979, pp. 21-32 ; la directive 80/390/CEE du Conseil du 17 mars 1980 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cotation officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 100 du 17 avr. 1980, pp. 1-26 ; la directive n° 82/121/CEE du Conseil du 15 fév. 1982 relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 48 du 20 fév. 1982, pp. 26-29. Tous ces textes ont fait l'objet de modifications ultérieures et sont encore régulièrement réformés aujourd'hui. Pour plus de références, cf. l'annexe 1 relative aux principales normes applicables à l'information financière, p. 475.

809 Considérant 2 de la directive n° 2004/109 du 15 déc. 2004 précitée.

domaine était plus complaisante. Par ailleurs, cela a permis à chaque société cotée d'intervenir sur toutes les places boursières de l'espace européen sans se soucier de savoir si la loi de l'État d'origine à laquelle elle est soumise prévoit des obligations équivalentes à celle du pays dans lequel elle cherche à être admise aux négociations. Le septième considérant de la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004 mentionnait explicitement cet objectif en observant qu'« *Un niveau élevé de protection des investisseurs dans toute la Communauté permettrait d'éliminer les obstacles à l'admission de valeurs mobilières sur des marchés règlementés établis ou opérant dans un État membre. Les États membres autres que l'État membre d'origine ne devraient plus être autorisés à restreindre l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur leurs marchés règlementés en imposant des obligations d'information périodique et continue plus strictes aux émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises sur un marché règlementé* ». L'harmonisation des normes a donc été consolidée, tout comme la règlementation des activités financières annexes.

166. Le développement parallèle de la règlementation des activités des prescripteurs : Cette catégorie regroupe les individus qui évaluent la valeur des sociétés cotées et de leurs instruments financiers et qui, à la suite de leurs études, diffusent des stratégies d'investissement. Sont principalement concernés les journalistes et analystes financiers. Ces derniers élaborent également des prévisions et des estimations. De même, les agences de notation attribuent des notes aux émetteurs et les assortissent de commentaire venant justifier leur décision. Toutes ces personnes sont également soumises à quelques règles destinées à garantir la fiabilité et l'objectivité de leurs analyses, afin qu'elles reposent sur des données pertinentes et qu'elles n'induisent pas les investisseurs en erreur. Ces impératifs sont d'autant plus essentiels, que l'influence des publications de ces professionnels de l'analyse financière est grande[810]. Une directive a été adoptée en la matière, dans les mêmes temps que le texte sur la « *Transparence* »[811], et les nombreuses obligations qu'elle avait instituées relativement

[810] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 38-39.

[811] Directive 2003/125 de la Commission du 22 déc. 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 73 -77.

aux stratégies d'investissement produites « *par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, [ou] toute personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations* »[812] ont été reprises dans le très récent règlement (UE) 596/2014 du 16 avril 2014, au sein de ses articles 20 et 21[813]. Ces règles ont été insérées au sein des ordres juridiques nationaux, notamment par le législateur mais aussi et surtout par les autorités administratives de surveillance des marchés qui, dans leurs différents règlements, ont fixé les modalités d'exercice des différentes activités des analystes et journalistes. A l'ensemble de ces normes, s'ajoutent les chartes de déontologie propres à ses professionnels.

Au vu de ces constatations, il convient d'étudier d'une part, les obligations pesant sur les émetteurs (Section 1) et d'autre part, les règles régissant l'activité des autres diffuseurs d'informations (Section 2).

Section 1. La similarité des obligations en matière d'information financière pesant sur les émetteurs français et italiens et leurs dirigeants

« La vérité est revendiquée par les acteurs, qui en font une valeur cardinale et l'un des fondements de leur travail. »[814]

167. L'exigence commune d'une information règlementée concrètement délivrée et exhaustive : L'article 221-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers impose que « *L'émetteur s'assure de la diffusion effective et intégrale de l'information règlementée définie à l'article 221-1* ». Cette disposition démontre que les obligations des émetteurs en matière d'information financière ne sont pas de vaines prévisions ; au contraire, il s'agit de prescriptions qui seront contrôlées par les autorités de marché, selon les modalités expliquées dans le chapitre précédent[815], et qui seront

---

[812] Art. 1er, 4°, a) de la directive n° 2003/125 de la Commission du 22 déc. 2003 précitée.

[813] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[814] Judith ASSOULY, *Morale ou finance ? La déontologie dans les pratiques financières*, SciencesPo. Les Presses, Coll. « Nouveaux débats », 2013, p. 35.

[815] Cf. pp. 179 et suivantes.

sanctionnées si elles ne sont pas respectées. D'autre part, la diffusion intégrale implique que les émetteurs communiquent tout fait susceptible d'avoir une influence sur le cours des instruments financiers qu'il concerne. C'est donc une communication exhaustive que l'autorité française tend à assurer, comme l'expliquent Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET : « **Une information complète est une information à laquelle il ne manque aucun élément significatif disponible à la date de sa diffusion** »[816]. Toutefois, l'autorité française a prévu un tempérament à la diffusion effective et intégrale de l'information règlementée en matière de documents comptables périodiques : l'article 221, V de son règlement général autorise, par renvoi aux articles 221-3 et 221-1 du même texte, la seule émission d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des rapports financiers annuel, semestriel et trimestriel, ainsi que du rapport sur le gouvernement d'entreprise et les procédures de contrôle interne. Elle a cependant indiqué dans son « Guide relatif au dépôt de l'information règlementée » réédité le 15 avril 2013[817] que cette dispense ne vallait que pour la fourniture d'information au public, mais que la nécessité d'une diffusion effective et intégrale demeure pour le dépôt des documents auprès de ses services. La Consob a posé des impératifs très similaires à l'article 65-*bis* de son règlement « *Émetteurs* » n° 11971 du 14 mai 1999[818], qui vise « *la diffusion effective dans toute l'Union européenne* »[819] des informations règlementées. Pour cela, elle exige que ces informations soient fournies aux médias « *dans leur intégralité et sans modification* »[820], par rapport au texte diffusé dans les communiqués officiels adressés au public. Par ailleurs, l'article 66 du même texte italien dispose que les renseignements ayant pour objet des « *évènements ou circonstances significatifs* »[821], c'est-à-dire des faits qui pourraient influer sur le cours des titres financiers qu'ils concernent, doivent être rendus accessibles « *autant que possible de manière simultanée à l'égard de toutes les catégories d'investisseurs et au sein*

---

816 Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 101.

817 Guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, réédité le 15 avril 2013.

818 Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

819 Texte original : « *l'effettiva diffusione in tutta l'Unione europea* » (art. 65-*bis*, 1), Règlement « Émetteurs »).

820 Texte original : « *nel loro testo integrale senza* editing » (art. 65-*bis*, 1), *a*), 2), a), Règlement « Émetteurs »).

821 Texte original : « *Eventi o circostanze rilevanti* », intitulé de l'article 66 du Règlement « Émetteurs ».

de tous les États-membres, dans lesquels les émetteurs ont demandé l'admission de leurs instruments financiers aux négociations sur un marché règlementé ou pour lesquels une telle demande a été acceptée »[822]. L'Autorité des marchés financiers exige en plus que l'information diffusée soit « *exacte, précise et sincère* »[823].

Il convient par conséquent de préciser les contours de l'information règlementée (Paragraphe 1), avant d'expliquer ce qu'est une information « *exacte, précise et sincère* » (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. Les dissemblances des définitions française et italienne de l'information financière

168. La définition française de l'information règlementée par l'intermédiaire de son contenu : Le livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatifs aux « émetteurs » et à l'« information financière » comprend un titre II consacré à l'« information périodique et permanente ». Ce titre commence par un chapitre 1er ayant trait à l'« information règlementée » et contenant les « dispositions communes » à l'information périodique et permanente. Au vu de cette structure, il est aisé de comprendre que l'information règlementée comprend à la fois l'information périodique et l'information permanente. Ces deux types de renseignements doivent être différenciés puisqu'ils ne recouvrent pas les mêmes données. Comme le précisent Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN et Christophe BENAROYA, « il faut distinguer l'information périodique qui correspond aux publications comptables, aux opérations financières et à l'assemblée générale des actionnaires, et l'information permanente qui correspond aux évènements irréguliers, imprévus dans la vie de l'entreprise »[824].

Le contenu de l'information règlementée est confirmé par l'article 221-1 du même texte, qui liste les renseignements qui entrent dans le champ de cette notion : sont mentionnés les rapports financiers annuels, semestriels et trimestriels, le rapport sur les conditions

---

[822] Texte original : « *in maniera il più possibile sincronizzata presso tutte le categorie di investitori e in tutti gli Stati membri in cui gli emittenti hanno richiesto o approvato l'ammissione alla negoziazione dei loro strumenti finanziari in un mercato regolamentato* » (art. 66, Règlement « Émetteurs »).

[823] Art. 223-1, RG AMF.

[824] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 471.

de préparation et d'organisation des travaux du conseil de surveillance ou du conseil d'administration et sur les procédures de contrôle interne, les communiqués relatifs aux honoraires des contrôleurs légaux des comptes, les dispositifs des programmes de rachat des émetteurs sur actions propres, les modalités de mise à disposition du prospectus en cas d'introduction en bourse d'une société, les informations privilégiées et l'ensemble des renseignements donnés aux actionnaires dans les jours précédant leurs assemblées générales. Ces indications montrent que l'Autorité des marchés financiers a choisi de définir l'information règlementée en précisant son contenu. La Consob s'est engagée dans une autre voie, en limitant la notion d'information règlementée tant par ce qu'elle englobe que par la détermination des personnes qui sont chargées de la diffuser.

169. La double définition italienne de l'information règlementée par le biais de celui qui la diffuse et de son objet : L'article 113-*ter* du texte unique en matière d'information financière italien dispose que « *Les informations règlementées s'entendent de celles qui doivent être publiées par les émetteurs cotés, par les émetteurs cotés qui ont choisi l'Italie comme État membre d'origine ou par les personnes qui les contrôlent au sens des dispositions du présent Titre, chapitres I et II, sections I, I-bis e V-bis, et des règlements d'exécution y afférant, ou encore des dispositions prévues par des États hors l'Union européenne retenues équivalentes par la Consob »*[825]. Le titre auquel il est fait référence dans cet article est consacré aux « émetteurs »[826], et les deux premiers chapitres qu'il comprend regardent respectivement « *l'information émise par les sociétés* »[827] et, de façon plus spécifique, « *les règles relatives aux sociétés disposant d'actions cotées* »[828]. Le premier chapitre est dédié à la diffusion des informations priviélgiées[829], des renseignements relatifs à l'attribution d'instruments financiers aux dirigeants, salariés et collaborateurs de l'émetteur[830], à l'information comptable présentée sous forme

[825] Texte original : « *Per informazioni regolamentate si intendono quelle che devono essere pubblicate dagli emittenti quotati, dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine o dai soggetti che li controllano, ai sensi delle disposizioni contenute nel presente Titolo, Capo I e Capo II, Sezioni I, I-bis e V-bis, e nei relativi regolamenti di attuazione ovvero delle disposizioni previste da Paesi extracomunitari ritenute equivalenti dalla Consob* » (art. 113-*ter*, TUF).
[826] Texte original : « *Emittenti* » (Partie IV, Titre III, TUF).
[827] Texte original : « *Informazione societaria* » (Partie IV, Titre III, chap. 1, TUF).
[828] Texte original : « *Disciplina delle società con azioni quotate* » (Partie IV, Titre III, chap. 2, TUF).
[829] Art. 114, TUF.
[830] Art. 114-*bis*, TUF.

consolidée[831], aux données à communiquer en cas de fusion d'une société aux titres cotés avec une société dont les titres ne sont pas cotés[832] et aux informations à publier dans le cadre de la finance éthique[833]. Au sein du second chapitre évoqué, trois sections sont concernées par l'information règlementée. La première vise toutes les dispositions ayant trait aux « *régimes de propriété* »[834], c'est-à-dire aux participations significatives, aux participations réciproques ou encore aux pactes d'actionnaires. La deuxième d'entre elles se réfère aux « *informations sur l'adhésion aux codes de conduite* »[835]. La dernière section, quant à elle, est consacrée à « *l'information financière* »[836] émise par les dirigeants en charge de la rédaction des documents comptables sociaux.

Il est possible de déduire de l'analyse de ces intitulés que l'information règlementée italienne, bien que similaire à la notion française, est légèrement plus vaste puisqu'elle vise les renseignements sur l'adhésion des sociétés cotées aux codes de conduite qui ne figure pas parmi de la liste de l'article 221-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Toutefois, cette conclusion est à nuancer étant donné que les dispositions françaises évoquent les procédures de contrôle interne qui ne se retrouvent pas au sein des dispositions italiennes consacrées à l'information règlementée. Après avoir expliqué que l'information règlementée doit être diffusée de façon effective et intégrale, il faut ajouter qu'elle doit être aussi présentée de façon « *exacte, précise et sincère* ».

Paragraphe 2. Une information exacte, précise et sincère

170. L'exigence expresse de l'Autorité des marchés financiers d'une information exacte, précise et sincère : L'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *L'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* ». Il convient tout s'abord de préciser que l'exactitude concerne

[831] Art. 117, TUF.
[832] Art. 117-*bis*, TUF.
[833] Art.117-*ter*, TUF.
[834] Texte original : « *Assetti proprietari* » (Partie IV, Titre III, chap. 2, section I).
[835] Texte original : « *Informazione sull'adesione ai codici di comportamento* » (Partie IV, Titre III, chap. 2, section I-*bis*).
[836] Texte original : « *Informazione finanziaria* » (Partie IV, Titre III, chap. 2, section V-*bis*).

tant les informations financières que celles qui ne revêtent pas cette nature[837], en l'absence d'indication contraire. Par ailleurs, cette disposition relative à la seule information permanente semble pouvoir malgré tout être étendue à l'information périodique, même si une telle exigence n'est pas clairement posée quant à cette dernière. Le fait que toute information fausse ou trompeuse susceptible d'agir sur le cours des titres financiers, qu'elle relève de l'information périodique ou permanente, soit sanctionnée sur le fondement de l'article 632-1 du même règlement en vertu du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers, mais aussi par les juges répressifs en application de l'article L. 465-2, alinéa 1er du Code monétaire et financier, confirme cette interprétation[838]. L'Italie n'a pas posé de principe similaire ; pour autant, cela ne signifie pas que de tels caractères de l'information financière ne sont pas requis, puisque d'une part, ces derniers sont évoqués au sein de l'article 68 du Règlement « Émetteurs » n° 11971 pris par la Consob le 14 mai 1999[839], et parce que d'autre part, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses est réprimée, là encore, tant dans son versant pénal[840], que dans son versant administratif[841]. Or, une information vraie suppose qu'elle soit exacte et sincère, de même que l'information non trompeuse implique un certain de degré de clarté, d'accessibilité donc de précision, ce que confirme Gliberto GABRIELLI qui considère qu'« [...] il est nécessaire de garantir une information précise, complète et prompte qui fournit une représentation correcte de la situation de l'entreprise tant en terme de données historiques que de données prospectives [...] »[842]. Il convient par conséquent d'étudier successivement les caractères d'exactitude (A), de précision (B) et de sincérité (C).

---

837 V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 88.

838 Pierre CLERMONTEL affirme lui aussi que l'exactitude, la précision et la sincérité s'appliquent tant à l'information périodique qu'à l'information permanente, in *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 85.

839 Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

840 Art. 185, 1), TUF.

841 Art. 187-*ter*, 1), TUF.

842 Texte original : « [...] *è necessario assicurare un'informazione sincera, completa e tempestiva, che fornisca una corretta rappresentazione della situazione aziendale in chiave sia storica sia prospettica* [...] », Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1a ed., 2002, p. 21.

A- L'exactitude de l'information

171. L'exactitude du contenu de l'information : Le dictionnaire Larousse en ligne[843] propose neuf définitions de l'adjectif « exact ». Les trois premières acceptions de ce terme fournissent de précieux renseignements sur l'interprétation à lui conférer. Pour commencer, « exact » signifie « **qui est rigoureusement conforme à la réalité** », en d'autres termes ce qui est vrai, réel. Ainsi, l'information financière diffusée doit parfaitement refléter la situation factuelle existante et doit consister en une présentation totalement objective de la réalité. Elle ne doit rien omettre, mais également ne rien ajouter.

Ensuite, en vertu du deuxième sens proposé par le même dictionnaire, l'adjectif « exact » peut être compris dans le sens de « **qui, étant égal à la grandeur mesurée, exclut toute approximation** ». Dans cette définition, il est possible de retrouver l'objectivité par le biais de la référence à la mesure. Elle exclut aussi, du fait du rejet de l'approximation, le manque de rigueur, et l'exagération ou la minimisation de certains éléments. Ces deux impératifs d'objectivité et d'absence d'approximation ont été mis en relief par Pierre CLERMONTEL qui explique, qu'une information inexacte, *a contrario*, peut correspondre à une information fausse ou « **exagérément optimiste** » ou « **créatrice de confusion** »[844]. Il est très aisé d'imaginer qu'un renseignement tronqué ou qu'un communiqué dans lequel la portée ou les conséquences de certains faits ont été dramatisés ou, au contraire, minorés, sera susceptible de créer un « flou » dans la tête de son destinataire, qui pourra de ce fait être induit en erreur. Par conséquent, l'information exacte est également non trompeuse, ce que confirment Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET[845].

Enfin, « exact » peut s'entendre de ce « **qui est conforme à l'original, au modèle** », ce qui sous-entend que l'information financière, en particulier lorsqu'elle concerne les données comptables, doit reproduire fidèlement le compte de résultat et le bilan, en faisant apparaît l'ensemble des mouvements ayant affecté l'intégralité des postes qu'ils

---

[843] http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.

[844] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 87.

[845] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 78.

contiennent. Elle doit donc être exempte de toute amputation ou altération de son contenue, c'est-à-dire complète et exhaustive[846].

Néanmoins l'exactitude peut être parfois difficile à atteindre lorsqu'il s'agit d'anticiper l'avenir. Dans cette situation, la véracité de l'hypothèse émise se vérifie souvent *a posteriori*. Par conséquent, il devient ardu d'imposer aux personnes diffusant des renseignements, qu'il s'agisse des émetteurs eux-mêmes ou des analystes, de proposer des conjectures toujours correctes. C'est pourquoi, en matière de données prévisionnelles, le caractère d'exactitude (1) laisse place à la fiabilité (2), c'est-à-dire la ertinence et à la vraissemblance des informations communiquées.

1. Le principe de l'exactitude de l'information

172. Les difficultés liées à la traduction des informations dans différentes langues : Quant à la rédaction de l'information financière avec exactitude, des complications peuvent surgir lorsque les émetteurs possèdent des instruments financiers cotés sur les marchés de différents États. Dans ce cas, la transparence financière vaut également pour l'ensemble des investisseurs réels ou potentiels, qu'ils résident dans l'État membre d'origine de l'émetteur, ou à l'étranger.

Sur ce point, l'article 223-7 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *Tout émetteur doit assurer en France de manière simultanée une information identique à celle qu'il donne à l'étranger* ». Dans le même esprit, mais de façon plus limitative, l'article 65-*bis* du règlement « Émetteurs » n° 11971 du 14 mai 1999[847] évoque « *une diffusion effective et intégrale dans toute l'Union européenne* »[848]. Ainsi, la France garantit expressément une information financière intégrale dans tout le monde, alors que l'Italie semble limiter cette exigence aux données diffusées au sein de l'Union européenne.

Le fait qu'une information identique soit nécessaire dans les différents pays où les instruments financiers sont émis implique que les traductions opérées d'une langue à l'autre soient rigoureuses et précises. De ce fait, des difficultés peuvent surgir lorsqu'un

---

[846] *Ibid*.

[847] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

[848] Texte originale : « *un'effettiva diffusione nell'Unione europea* » (art. 65-bis, 1), Règlement « Émetteurs »).

émetteur est contraint d'utiliser un terme qui ne peut être traduit littéralement, comme le relève Pierre CLERMONTEL : « En effet, la quasi-totalité des sociétés cotées communiquent systématiquement dans leur langue nationale et en anglais. Soit qu'elles y soient astreintes par l'effet d'une double cotation, soit plus simplement que leur base actionnariale et leur politique de communication institutionnelle les conduisent à cet exercice. Il en résulte une série d'écueils à considérer avec vigilance »[849]. Des erreurs quant au sens des concepts peuvent surgir notamment en matière comptable. Il en est de même pour les termes qui peuvent posséder plusieurs sens dans la langue de traduction. Par exemple, le terme anglais de « regulation » signifie en français autant « règlementation », qui correspond à « l'ensemble des mesures légales et règlementaires régissant une question »[850], que « régulation », c'est-à-dire le « processus par lequel un système économique et social parvient à se reproduire dans le temps en conservant l'essentiel de ses caractéristiques structurelles »[851]. Les émetteurs et leurs dirigeants doivent donc faire preuve d'une très grande prudence lorsqu'ils élaborent les communiqués qu'ils diffuseront à l'étranger.

C'est pourquoi les autorités administratives en charge de la surveillance des marchés financiers ont établi, pour certaines hypothèses particulières, les modalités de diffusion de l'information financière lorsque celle-ci dépasse les frontières. Cette simplification du régime linguistique des communications fournies par les sociétés cotées est destinée à favoriser la compréhension de ces dernières, notamment par l'harmonisation de la langue utilisée, à l'image de ce qui se produit pour la présentation des documents comptables objet de nombreuses normes de standardisation. Elle est d'autant plus nécessaire qu'elle contribue à l'internationatialisation des marchés et la circulation des titres financiers. La directive « *Transparence* » n° 2004/1009/CE du 15 décembre 2004 a d'ailleurs mis en lumière cette nécessité d'assouplissement des diverses règlementations nationales dans son vingt-quatrième considérant : « *Toute obligation faite à un émetteur de traduire toutes les informations périodiques et continues dans les langues appropriées de tous les États membres où ses titres sont admis à la négociation ne favorise pas l'intégration des marchés de valeurs mobilières mais a un effet dissuasif quant à l'admission transfrontalière de valeurs mobilières à la négociation sur des marchés*

---

[849] V. en ce sens Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 86.

[850] http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.

[851] http://www.larousse.fr, consulté le 10 juin 2015.

règlementés. Par conséquent, l'émetteur devrait, dans certains cas, être autorisé à fournir cette information dans une langue communément utilisée dans l'univers de la finance internationale ».

Les autorités étatiques ont donc tenu compte de ces évolutions liées à la globalisation de l'économie. Par exemple, en vertu du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, lorsqu'une société procède à « *une offre au public de titres financiers* », portant sur des titres de capital, des titres donnant accès au capital ou des titres de créance dont la valeur nominale reste inférieure à mille euros, et que ces titres sont émis par une société ayant son siège statutaire en France[852], le prospectus décrivant les modalités de l'opération peut être rédigé dans quelques cas spécifiques soit en français, soit « *dans une langue usuelle en matière financière* »[853], c'est-à-dire en pratique souvent l'anglais, même s'il doit être accompagné d'un résumé rédigé en français[854]. Cette même possibilité est accordée pour l'élaboration de l'information règlementée au sens de l'article 221-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, lorsque le siège statutaire de l'émetteur dont les titres sont admis à la négociation sur un marché règlementé français se situe hors l'Espace économique européen[855], ou lorsque les titres financiers concernés sont admis à la négociation sur un marché d'un État membre de l'Espace économique européen autre que la France[856], ou enfin lorsque l'organe français de surveillance n'est pas compétent pour contrôler l'information règlementée adressée aux investisseurs[857]. La Consob italienne a prévu des règles similaires dans l'article 65-*quater* de son règlement « Émetteurs »[858], lequel dispose que « *Quand les valeurs mobilières sont admises aux négociations sur les marchés règlementés de plusieurs États membres de l'Union européenne, parmi lesquels l'Italie figure et lorsque celle-ci correspond à l'État membre d'origine, l'information règlementée est communiquée : a) en italien ; b) ou, au choix de l'émetteur, dans une autre langue acceptée par les autorités compétentes des États membres d'accueil ou dans une langue communément utilisée dans le milieu de la*

---

[852] Art. L. 621-8, I, C. mon. fin.

[853] Art. L. 212-12, I, al. 2, RG AMF.

[854] Art. 212-2, I, al. 3, RG AMF.

[855] Art. 221-2, I, 1°, b), RG AMF.

[856] Art. 221-2, I, 2°, RG AMF.

[857] Art. 221-2, II, RG AMF.

[858] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

finance internationale »[859]. Les mêmes règles valent pour les titres admis aux négociations sur un marché règlementé italien, lorsque l'Italie est considérée comme État d'accueil[860], ou encore quand l'Italie est l'État membre d'origine et que les titres financiers sont admis à la négociation dans un ou plusieurs États d'accueil autres que l'Italie[861].

L'ensemble de ces dispositions facilite donc la circulation de l'information financière au-delà des frontières nationales, assurant concrètement l'égalité de traitement des investisseurs par application du principe d'équivalence de l'information, utilisé dans le but d'une « **élimination des aysmétries d'information d'un marché à l'autre** »[862]. Toutefois, l'exactitude de l'information n'est pas liée à son seul contenu, diffusé dans une ou plusieurs langues, mais également à l'instant où elle est sée.

173. L'exactitude de l'information liée au moment de sa diffusion : Il a été rappelé que l'information exacte est celle qui est véridique, vraie, mais également non trompeuse[863]. Par conséquent, dès lors que la situation factuelle décrite dans un communiqué change, ou que de nouveaux éléments susceptibles de remettre en cause l'évaluation du cours d'un titre financier sont connus des dirigeants de l'émetteur ou des personnes en charge de la communication financière, l'information diffusée doit nécessairement faire l'objet d'une modification, d'une mise à jour[864]. Ainsi, l'information accessible au public doit toujours refléter la réalité économique et financière de l'instant où elle diffusée, ce qui suppose une implication permanente des sociétés cotées dans la communication de l'information en temps réel[865].

---

[859] Texte original : « *Quando i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati di più Stati membri dell'Unione Europea inclusa l'Italia e l'Italia è lo Stato membro d'origine, le informazioni regolamentate sono comunicate: a) in italiano; e b) a scelta dell'emittente, o in una lingua accettata dalle autorità competenti degli Stati membri ospitanti o in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale* » (art. 65-*quater*, 2), Règlement « Émetteurs »).

[860] Art. 65-*quater*, 5), Règlement « Émetteurs ».

[861] Art. 65-*quater*, 4), Règlement « Émetteurs ».

[862] Pierre CLERMONTEL, *op. cit.*, p. 71.

[863] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 78.

[864] V. en ce sens, Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB – Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore 1998, p. 617.

[865] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 86.

Par ailleurs, les émetteurs sont contraints de se montrer très prudents lorsqu'ils communiquent à propos d'opérations ou de projets en cours par exemple. Ils doivent en effet veiller à ce qu'ils disposent assez de données à fournir aux investisseurs, afin que les communiqués ne soient pas trompeurs, par manque d'exhaustivité ou de clarté. De ce fait, s'ils souhaitent et sont dans la possibilité de préserver la confidentialité de quelques renseignements déterminés, les sociétés cotées doivent s'assurer que l'absence de ces éléments ne conduira pas à rendre équivoque le contenu des informations répandues et à biaiser de façon indue le raisonnement des investisseurs. Gilberto GABRIELLI partage cette position puisqu'il considère que « [...] le principe de promptitude selon lequel les sujets [...] doivent diffuser (« sans retard », conformément à l'article 66, alinéa 1 du Règlement [« Émetteurs »]) les informations susceptibles d'influencer sur le cours des instruments financiers ne doit pas être mis en œuvre au détriment des principes d'exhaustivité et de fiabilité »[866] des données révélées. Ainsi, comme des équilibristes, les émetteurs doivent trouver le moment juste pour communiquer sans que puisse leur être reprochée une diffusion d'informations trompeuses, soit du fait d'une annonce prématurée et d'un manque d'éléments permettant d'éclairer correctement le public, soit au contraire, à cause d'une révélation considérée comme tardive et ayant empêché les épargnants d'opérer en connaissance du cause, du fait de la rétention de certaines données qui auraient pu leur donner une autre image de la valeur de l'entreprise[867].

174. L'appréciation de l'exactitude de l'information : L'exactitude de l'information est appréciée au jour de sa diffusion ; c'est-à-dire que les autorités administratives mais aussi judiciaires qui évaluent la véridicité des informations opèrent une sorte de « contrôle de conformité », en vérifiant les informations accessibles aux dirigeants des émetteurs et aux personnes en charge de la communication financière, et l'adéquation du contenu du communiqué à la réalité de ces éléments. Par exemple, l'exactitude des comptes est estimée par référence à ce qui était connu au jour de leur approbation. La

---

[866] Texte original : « [...] *il principio di tempestività con cui i soggetti [...] devono provvedere a diffondere le informazioni* price sensitive *(« senza indugio » ai sensi dell'art. 66, comma 1, del Regolamento) non debba andare a detrimento di quello di completezza o attendibilità* », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, pp. 35-36

[867] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 86-87.

véracité du rapport d'activité est considérée par référence à ce qui est su au jour de sa publication et non au moment de sa rédaction.

Toutefois, l'Autorité des marchés financiers et la Consob ne se limitent pas aux connaissances effectives du personnel des émetteurs, mais prennent également en compte ce dont ils auraient dû avoir connaissance. Une telle pratique est confortée par la formulation retenue pour la définition des manquements administratifs de diffusion d'informations inexactes ou mensongères, puisque l'article 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise que « *Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations,* [...] *qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers ou sur des produits de base,* [...] *alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses* ». Elle est également justifiée par les devoirs de contrôle et d'information qui pèsent sur les dirigeants des sociétés qui sont censés avoir connaissance de ce qui passe dans leur entreprise. Par exemple, le Code civil italien dispose que « *Le conseil de surveillance veille à l'observation de la loi et des statuts, au respect des principes de bonne administration, et en particulier à la structure organisationnelle, administrative et comptable adoptée par la société et à son fonctionnement concret* »[868], ce qui sous-entend donc qu'il doit avoir connaissance de l'ensemble des évolutions qui affectent sa société. De la même façon, en France, « *le conseil de surveillance exerce le contrôle permanent de la gestion de la société par le directoire* »[869]. Pour ce faire, « *à toute époque de l'année, le conseil de surveillance opère les vérifications et les contrôles qu'il juge opportuns et peut se faire communiquer les documents qu'il estime nécessaires à l'accomplissement de sa mission* »[870]. Les dirigeants doivent donc s'assurer d'avoir connaissance de tous les évènements significatifs qui affectent l'activité de la société. En revanche, il paraît évident que ceux-ci transmettent une partie de leurs responsabilités et que les destinataires des délégations de pouvoir doivent les aviser de tout ce dont ils ne peuvent pas avoir connaissance par eux-mêmes. L'information financière doit donc être conforme à ce que les dirigeants savent ou devraient savoir. Si cette exigence est absolue pour les indications historiques ou les

---

[868] Texte original : « *Il collegio sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei princìpi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento* » (art. 2403, C. civ. it.).

[869] Art. L. 225-68, al. 1, C. com.

[870] Art. L. 225-68, al. 2, C. com.

renseignements relatifs à la situation actuelle de l'émetteur, il en va différemment pour les données prospectives.

2. *La fiabilité des données prospectives*

175. L'exactitude des données chiffrées historiques et la fiabilité des données prospectives : Le caractère d'exactitude ne peut être imposé pour les données prospectives, puisque par définition elles sont futures. S'il est possible de savoir que quelques évènements se produiront nécessairement, ce qui implique un projet bien avancé ou même en phase d'achèvement, d'autres sont seulement probables voire incertains. La certitude d'un évènement à venir constitue donc une information, un renseignement et non une donnée prospective, laquelle suppose obligatoirement une part d'aléa. L'adjectif « prospectif », selon le dictionnaire Larousse en ligne[871], signifie « [...] qui anticipe sur l'avenir » ; il peut être synonyme de « prévisionnel », c'est-à-dire « qui se fonde sur des prévisions »[872], ces dernières correspondant à l'« ensemble des techniques ayant pour but d'évaluer la situation économique à une échéance plus ou moins lointaine »[873]. Toutes ces définitions confirment le caractère éventuel des évènements ou faits objet des données prospectives. C'est pourquoi les autorités nationales et européennes n'exigent pas qu'elles soient exactes, étant donné que certaines circonstances peuvent venir bouleverser les prévisions établies par les émetteurs. Pour autant, ceux-ci ne peuvent pas diffuser de telles données sans faire preuve d'aucune diligence, puisque ces dernières doivent au moins être fiables[874]. Il convient, par conséquent, de présenter les différentes « données prospectives » (*a*) pour pouvoir expliquer que l'exactitude n'est pas le caractère requis pour ce type d'informations et que la fiabilité est suffisante (*b*).

---

[871] http://www.larousse.fr, consulté le 13 juin 2015.

[872] *Ibid*.

[873] *Ibid*.

[874] V. en ce sens, Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 86.

a- La définition des données prospectives

176. La notion et la classification des données prospectives proposée par les instances européennes : Le règlement n° 809/2004 de la Commission européenne du 29 avril 2004[875] évoque deux types de données prospectives qu'il définit dans son deuxième article, à savoir les prévisions et les estimations de bénéfice. Les premières constituent « *une séquence de mots qui énonce expressément ou indique implicitement un chiffre donné ou un chiffre minimum ou maximum correspondant au niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants, ou qui contient des données sur la base desquelles les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés, même si aucun chiffre particulier n'est indiqué, ni le mot « bénéfice » employé* »[876]. Les secondes représentent quant à elles « *une prévision du bénéfice concernant un exercice clos, pour lequel le résultat n'a pas encore été publié* »[877]. Autrement dit, les prévisions de bénéfices paraissent consister en une anticipation pour l'exercice en cours et les exercices suivants des profits et des pertes, sur la base des éléments connus par ceux qui les élaborent au moment où ils les diffusent et des évènements à venir dont la survenance n'est plus à remettre en cause. Une telle définition laisse transparaître l'incertitude qui caractérise les prévisions, et donc la possibilité d'erreurs quant à ces dernières, notamment car des circonstances propres à l'émetteur mais aussi externes à celui-ci, qui n'étaient pas prévisibles lors de la rédaction des prévisions, peuvent venir influer sur l'évolution de sa situation. Le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François Lepetit sur les « avertissements sur résultats » publié le 6 avril 2000 précise relativement aux prévisions que celles-ci « sont souvent présentées sous forme de comptes prévisionnels qui peuvent être aussi détaillés que les comptes annuels ou plus synthétiques » et que « Plus l'horizon de prévisions est long, plus grand est le caractère spéculatif des hypothèses retenues »[878]. Au contraire, les estimations de

[875] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[876] Art. 2, 10) du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avr. 2004 précité.

[877] Art. 2, 11) du même règlement.

[878] Rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

bénéfices semblent davantage refléter la situation réelle de la société, puisqu'elles concernent un exercice déjà clos dont les résultats n'ont pas encore été publiés ; elles se basent donc sur des données historiques. Par conséquent, il est plus simple pour l'émetteur de présenter des estimations précises, proches des résultats qui seront publiés. C'est ce que confirment Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET lorsqu'ils expliquent que « **En principe, les estimations ne devraient pas varier autant que des prévisions. En effet, les estimations se réfèrent à une période historique écoulée dont les conditions économiques sont connues. Les résultats définitifs publiés devraient dans la plupart des cas confirmer les données estimées précédemment publiées. Ceci est une différence importante avec les objectifs ou les prévisions qui sont par nature incertains** »[879]. Au vu de ces éléments, les « estimations de bénéfice » semblent pouvoir être considérées comme des « prévisions de bénéfice » particulières, notamment de par leur degré élevé de fiabilité. Cependant, si les deux définitions posées par les instances communautaires sont assez claires, les législations nationales n'optent pas pour ces notions.

177. Les classifications proposées par l'Autorité des marchés financiers et la Consob : Ces définitions, relativement compréhensibles, sont venues troubler les émetteurs des États membres de l'Union européenne. Les autorités administratives de surveillance des marchés avaient institué d'autres catégories de données prospectives, formulées en d'autres termes par rapport au règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004, et aux contours différents de ceux qui existent à l'échelon européen, entraînant ainsi une confusion dans l'esprit des dirigeants des sociétés cotées.
La Consob évoque dans l'article 68 de son règlement « Émetteurs » du 14 mai 1999 « *les données prévisionnelles, objectifs chiffrés et données comptables périodiques* »[880], mais ne

[879] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 184. Les deux auteurs démontrent par ailleurs que la précision des estimations est liée à leur finalité en ce sens qu'elles permettent aux opérateurs d'avoir connaissance avant la publication des comptes, sans trop d'approximation, des résulats de l'année écoulée : « **La diffusion d'estimations répond au souhait du marché de connaître prendre raisonnable des principaux résultats financiers et de la situation financière avant l'aboutissement complet du processus d'arrêté des comptes** », *op. cit.*, pp. 181-182.
[880] Texte original : « *Dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo* » (intitulé de l'article 68 du Règlement « Émetteurs »).

définit pas ces notions. Dans une communication émise le 28 mars 2006[881], elle distingue également les termes de « *prévisions* »[882] et d'« *objectifs stratégiques* »[883], là encore sans les délimiter. Enfin, l'article 94, 2) du texte unique en matière d'intermédiation financière relatif au prospectus d'information à diffuser en cas d'offre au public d'instruments financiers européens et de produits financiers différents des parts ou actions d'organismes de placement collectif ouverts, vise les « *perspectives de l'émetteur* »[884]. Ce sont notions similaires sont utilisées par l'Autorité des marchés financiers. Ainsi, seront examinée les notions françaises de « données financières estimées » (1°), « prévisions de bénéfice » (2°), « tendances » (3°), « objectifs » (4°) et « perspectives d'avenir » (5°).

1° Les données financières estimées

178. La notion de « données financières estimées » : A l'expression « *estimations de bénéfices* » utilisée dans l'article 2, 11) du règlement communautaire n° 809/2004 du 29 avril 2004[885], l'Autorité des marchés financiers fait correspondre la notion de « *résultats ou données financières estimés* », définie dans sa position n° 2004-04 du 12 octobre 2004[886]. Selon ce texte, elles représentent avant tout « *un exercice clos* », à l'image de ce que prévoit la norme européenne[887]. En second lieu, quant à leur contenu, les données financières estimées comprennent « *toute information sur le patrimoine, la*

---

881 Comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, sull'« Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Racommandazioni e chiarimenti ».

882 Texte original « previsioni » (art. 66, *a*), de la délibération n. DME/6027054 du 28 mars 2006 précitée).

883 Texte original : « obiettivi strategici », *ibid*.

884 Texte original : « *prospettive dell'emittente* » (art. 94, 2), TUF).

885 Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

886 Position AMF n° 2004-04 du 12 oct. 2004 relative aux communications portant sur les données financières estimées, *Rev. mens. AMF* oct. 2004, n° 7, pp. 5-9, modifiée le 1er août 2012 et le 4 déc. 2013.
C'est au sein de la page 7 de cette position que l'Autorité des marchés financiers affirme expressément que la notion d'estimation de bénéfices visée dans l'article 2, 11) du règlement (CE) n° 809-2004 « *correspond à celles de résultats estimés explicitée dans la présente position* ».

887 Le règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004 vise « une prévision du bénéfice concernant **un exercice clos** » (mis en gras par nous).

situation financière ou les performances de la société allant au-delà du chiffre d'affaires, délivrée à compter de la date de la clôture de l'exercice ou du semestre et avant la date d'arrêté par l'organe compétent des comptes afférents à cet exercice »[888]. La définition retenue par l'autorité française est donc plus précise que l'expression « *prévision de bénéfice* » choisie par les instances communautaires puisqu'elle décline les diverses composantes des résultats estimés. Cependant, elle ne peut être considérée comme plus restrictive car le terme « bénéfice » est directement lié au patrimoine de la société, à sa situation financière de la société[889] et aux « performances » de cette dernière, c'est-à-dire à ses « résultats dans un domaine précis »[890]. D'ailleurs, si la définition contenue dans la position de l'Autorité des marchés financiers laisse moins transparaître la qualité de « prévisions particulières » des résultats estimés, le terme de « performance » employé pour désigner l'un des types de renseignements couverts par cette notion consent à nouveau concevoir ainsi la notion examinée. Cette hypothèse est aussi confortée par la recommandation émise la position de l'AMF n° 2004-204 du 12 octobre 2004 : les émetteurs sont incités à faire établir un rapport par les commissaires aux comptes sur les estimations de bénéfice auxquelles ils ont procédé, lorsqu'ils diffusent ces données avant l'arrêté des comptes sociaux par l'organe compétent, ou encore, lorsque cette communication intervient après l'arrêté desdits comptes, une déclaration dans laquelle ces mêmes commissaires confirment que les estimations proposées « *sont, selon la direction de l'émetteur, substantiellement conformes aux chiffres définitifs qui seront publiés dans les prochains états financiers annuels vérifiés* »[891]. Il ne s'agit cependant pas, pour les sociétés cotées, d'obtenir une approbation bienveillante des contrôleurs légaux des comptes, mais bien au contraire de les mettre en mesure d'exercer concrètement leur mission, afin qu'ils puissent évaluer si les estimations élaborées sont crédibles et pourront avoisiner les résultats prochainement publiés dans leur version définitive. L'enjeu est d'autant plus important que la diffusion d'estimations

---

[888] Recommandation 1. de la position AMF n° 2004-04 du 12 oct. 2004 précitée.

[889] En effet, il y a un « bénéfice » à la fois quand les produits générés par une activité dépassent les charges qu'elle a engendrées ; il y a également bénéfice, relativement au patrimoine d'une société, quand l'actif est supérieur au passif de celle-ci : Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, *L'essentiel de l'analyse financière*, éd. Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 9° éd., 2011, pp. 16 et 26.

[890] Dictionnaire Larousse en ligne : http://www.larousse.fr, consulté le 19 juin 2015.

[891] Recommandations 7. et 8. de la position de l'AMF n° 2004-04 du 12 oct. 2004.

de bénéfice relève de la responsabilité de l'émetteur[892], et qu'en cas d'écart injustifié et inexplicable entre les estimations et les chiffres diffusés définitivement, celui-ci pourra se voir imputer un manquement à la bonne information du public, voire un délit, et être sanctionné à ce titre[893].

2° Les prévisions de bénéfice

179. La notion initiale de prévisions : Les prévisions de bénéfice avaient été définies pour la première fois par le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François Leptit et mis en place par la Commission des opérations boursières. Son paragraphe A.1.2 disposait que « *d'une manière générale, les prévisions sont des résultantes, chiffrées, d'étude visant à déterminer un ensemble de grandeurs relatives à une période future (appelées hypothèses). Ces études reposent le plus couramment sur des techniques de modélisation économétrique prenant en compte des hypothèses et l'analyse des données historiques* »[894]. Cette définition mettait en exergue le caractère aléatoire des prévisions, fondées notamment sur des hypothèses. Le degré de probabilité de réalisation des prévisions diminue avec l'allongement du terme auquel elles sont censées se produire. Cet état de fait confirme que les estimations de bénéfice, précédemment évoquées, sont des prévisions dont la survenance est très probable, puisqu'elles se réfèrent à un exercice clos et couvrent la seule période séparant la fin de l'exercice de la publication des comptes définitifs y afférant. Cette définition n'a pas survécu à l'adoption du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004[895] : l'Autorité des marchés financiers n'a pas formulé une nouvelle définition des prévisions de bénéfice, mais elle a proposé des critères permettant de qualifier ainsi des données prospectives.

---

[892] § A.1.2, p. 11 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[893] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 183.

[894] § A.1.2, p. 10 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[895] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

180. Les critères de caractérisation des prévisions nés du règlement européen du 29 avril 2004 : Suite à l'adoption de la norme communautaire, l'Autorité des marchés financiers s'est fondée sur la définition de « prévision de bénéfice » insérée à l'article 2, 10) de ce règlement pour préciser certaines notions permettant de qualifier des données prospectives de prévisions. En vertu de cette disposition, les prévisions représentent « *une séquence de mots qui énonce expressément ou indique implicitement un chiffre donné ou un chiffre minimum ou maximum correspondant au niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants, ou qui contient des données sur la base desquelles les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés, même si aucun chiffre particulier n'est indiqué, ni le mot « bénéfice » employé* ». Cette définition, complexe et loin d'être claire, propose deux aspects de la notion de « prévision ». Dans sa première partie, le texte évoque soit une valeur précise de la prévision, soit le seuil minimal ou le plafond maximal qu'elle atteint. L'émetteur dispose de la possibilité de présenter ces ordres de grandeur directement comme des prévisions, ou sous-entendre une telle qualification. L'autorité française a, quant à elle, précisé l'expression « *profits ou pertes* », laquelle « *devrait s'entendre non seulement du résultat net comptable mais aussi d'un résultat d'exploitation net ou opérationnel* »[896]. Le résultat net comptable « s'il s'agit d'une bénéfice, indique ce qui reste à la disposition de l'entreprise pour rémunérer les actionnaires (dividendes) et constituer des réserves »[897]. Il comprend le résultat courant avant impôt[898] et le résultat exceptionnel de l'entreprise, auxquels sont retirés les impôts sur les bénéfices ainsi que la participation des salariés au bénéfice. Le résultat opérationnel désigne, quant à lui, la différence entre les produits et les charges d'exploitation de l'entreprise. Il n'inclut ni les charges et produits financiers, ni les charges et produits exceptionnels, ni les impôts sur les bénéfices, ni la participation des salariés aux bénéfices[899]. L'autorité de marché

---

[896] Position AMF n° 2006-17 du 10 juil. 2006, sur la notion de « Prévisions de bénéfice », § A, II, *b*, p. 5.

[897] Claude-Danièle ÉCHAUDEMAISON et autres, *Dictionnaire d'Economie et de Sciences Sociales*, Nathan, 6° éd., 2005, V° « Comptabilité d'entreprise », pp. 90-93, spéc. p. 93.

[898] Le résultat courant avant impôt correspond à la somme du résultat d'exploitation, des produits financiers et des quotes-parts de résultats sur opérations faites en commun, à laquelle sont enlevées les charges financières : Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, *L'essentiel de l'analyse financière*, éd. Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 9° éd., 2011, pp. 58-59.

[899] **Le résultat opérationnel** ne doit pas être confondu avec **le résulat d'exploitation**, qui correspond aux produits d'exploitation ajoutés au chiffre d'affaires, amputés des charges d'exploitation. Il représente la « ressource nette dégagée par l'activité normale de l'entreprise, indépendamment de sa politique

rajoute à propos du résultat qu'il « *doit s'entendre d'un résultat consolidé, appréhendé à un niveau global et non d'informations données le cas échéant au niveau des segments d'activité, sauf cas particulier où le résultat d'un segment ou la somme des résultats des segments communiqués, contribue à l'essentiel du résultat du groupe* »[900].

La seconde composante de la prévision, qui élargit considérablement les contours de la notion, a également été explicitée par l'Autorité des marchés financiers. Selon cette dernière, « *une information prospective pourra être considérée comme constitutive d'une prévision de bénéfice si, en combinaison avec d'autres informations prospectives publiées, elle permet de calculer un résultat futur, même dans les cas où l'émetteur n'aurait pas chiffré cette information* »[901]. Autrement dit, constitue aussi une prévision toute indication, chiffrée ou non, qui associée à d'autres renseignements, rend possible la détermination d'un résultat futur. Il y a donc dans cette nouvelle définition une extension du domaine des « prévisions », par rapport aux contours qu'avaient tracés les membres du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT. Ces derniers, en effet, n'incluaient pas les données non chiffrées[902]. C'est pourquoi les anciens termes d'« objectifs » et de « tendances », qui se distinguaient clairement des prévisions au sens de la Commission des opérations boursières avant l'adoption du règlement (CE) n° 809-2004 du 29 avril 2004[903], sont susceptibles d'être inclus aujourd'hui dans les « prévisions » au sens du texte communautaire et des explications supplémentaires fournies par la position de l'Autorité des marchés financiers[904]. La scission de la définition proposée par le texte européen n'est pas anodine ; elle représente les deux types de prévisions qui peuvent être élaborées, à savoir les prévisions directes et les prévisions indirectes.

---

financière, mais en tenant compte de sa politique d'investissement », *in* Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, *L'essentiel de l'analyse financière*, éd. Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 9° éd., 2011, pp. 58-59.

[900] Position AMF n° 2006-17 du 10 juil. 2006, sur la notion de « Prévisions de bénéfice », § A, II, *b*, p. 5.

[901] Position AMF n° 2006-17 du 10 juil. 2006, précitée, § A, II, *b*, p. 6.

[902] § A.1.2, p. 10 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[903] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[904] Cf. § 3° et 4°, respectivement pp. 309-313.

181. La distinction entre les prévisions directes et les prévisions indirectes de bénéfice : En vertu des indications données par Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET, « Les données prospectives qui énoncent expressément un niveau probable de résultat sont qualifiées de prévisions directes de résultat. Celles qui permettent implicitement de calculer ce niveau probable de résultat sont qualifiées de prévisions indirectes de résultat »[905]. Autrement dit, les prévisions directes indiqueraient de façon explicite l'ordre de grandeur du résultat que la société est censée atteindre, alors que les prévisions indirectes fourniraient des indicateurs permettant l'évaluation, la quantification de ce bénéfice. A titre d'exemple, peuvent être qualifiées de prévisions indirectes les données prospectives relatives à l'exercice en cours ou à l'exercice de l'année suivante « *si, compte tenu des informations fournies dans le cadre du prospectus et des tendances qui y sont mentionnées, la donnée financière en question permet de déterminer le niveau probable de bénéfice* »[906]. Pour autant, il ne suffit pas que le renseignement fourni soit chiffré pour constituer une prévision directe de bénéfice, puisque certaines données ne permettent pas à elles seules de déterminer le résultat que l'émetteur atteindra à la fin de l'exercice.

182. Le cas singulier des indicateurs chiffrés : Les indicateurs chiffrés ont fait l'objet d'un traitement spécifique au sens de la position n° 2006-17 de l'Autorité des marchés financiers du 10 juillet 2007. Cette dernière considère que le résultat opérationnel, le résultat d'exploitation et le résultat avant impôt[907], indiqués dans les prospectus à titre anticipatif, constituent des prévisions directes de bénéfice[908]. A l'inverse, la marge opérationnelle de l'entreprise, c'est-à-dire le rapport entre son résultat d'exploitation et son chiffre d'affaires, sera qualifiée de prévision indirecte de bénéfice « *sauf si d'autres facteurs empêchent d'estimer le résultat* » de la société[909]. Il en est de même, à titre d'exemple, pour le chiffre d'affaires prévisionnel, ou encore pour le taux de rentabilité

---

[905] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 196.
[906] Position AMF n° 2006-17 du 10 juil. 2006, sur la notion de « Prévisions de bénéfice », § B, II, p. 10
[907] Pour les définitions de ces notions, cf. *supra* § 69.
[908] Position AMF n° 2006-17 du 10 juil. 2006, sur la notion de « Prévisions de bénéfice », § B, I, 1), pp. 8-9.
[909] *Ibid*, § B, I, 2), a), p. 9.

financière[910] de la société ou de sa capacité d'autofinancement[911], « *lorsque d'autres données fournies par l'émetteur dans ce cadre permettent par combinaison de calculer un niveau probable de résultat futur* »[912].

183. La nécessité d'encadrer la diffusion des prévisions : Tous les exemples de prévisions précédemment fournis, qu'elles soient qualifiées de directes ou indirectes, représentent des informations fondamentales pour que les analystes et les investisseurs puissent se représenter la valeur et la performance de l'entreprise. C'est pourquoi les modalités de communication de ces données financières doivent être clairement établies : bien qu'il s'agisse de données propsectives, il semble inconcevable de renoncer à toute exigence d'exactitude ou moins de fiabilité pour ces renseignements.
A l'évidence, cet impératif peut s'avérer plus ou moins souple en fonction du caractère direct ou indirect des prévisions, mais surtout eu égard à la période couverte par la prévision. Plus elle concernera un horizon éloigné dans le temps, plus elle sa réalisation sera aléatoire. Pour autant, les prévisions mêmes indirectes ou pour des termes lointains ne doivent pas être le résultat d'une pure spéculation, mais être produites à partir des données historiques disponibles et de l'analyse des facteurs, internes ou externes à l'entreprise, suscetibles d'influer sur l'évolution de l'activité de la société. Dans le cas contraire, des prévisions élaborées sur le fondement d'hypothèses erronées ou douteuses et communiquées au public pourraient constituer le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou le manquement administratif correspondant. Les prévisions présentent donc un degré inférieur de fiabilité par rapport aux estimations, mais elles restent plus fiables que les tendances.

3° Les tendances

184. Les tendances relatives à des données historiques : Le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 précise que le prospectus d'information en vue de

[910] Rapport du résultat net de l'entreprise sur ses capitaux propres, *in* Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, *L'essentiel de l'analyse financière*, éd. Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 9° éd., 2011, p. 67.
[911] La capacité d'autofinancement d'une société « représente les ressources internes générées par l'activité de l'entreprise pour un exercice. Elle mesure la capacité de développement, le degré d'indépendance financière et le potentiel d'endettement de l'entreprise » *in* Béatrice et Francis GRANDGUILLOT, *op. cit.*, p. 71.
[912] *Ibid*, § B, I, 2), b), p. 9.

l'admission de valeurs mobilières aux négociations sur un marché règlementé doit contenir les « *principales tendances ayant affecté la production, les ventes et les stocks, les coûts et les prix de vente depuis la fin du dernier exercice jusqu'à la date du document d'enregistrement* »[913]. Le texte européen ne définit pas le terme de « tendance », mais se borne en préciser l'objet, à savoir « *la production, les ventes et les stocks, les coûts et les prix de vente* ». Selon le dictionnaire en ligne Larousse, une « tendance » représente « l'orientation, la direction de l'évolution de quelque chose »[914]. Il semble donc possible de considérer que la formulation d'une tendance relative à des évènements passés, à l'image de ce qui est énoncé dans la définition du règlement, consiste à décrire les différents mouvements qui affectent les diverses valeurs, et le sens de ces derniers, en mettant en relief les plus remarquables d'entre eux ou les plus réguliers ou répétitifs, et le cas échéant, à en analyser les causes. Si l'identification d'une tendance paraît relativement simple, son explication peut s'avérer bien plus ardue au vu des multiples facteurs qui peuvent influer sur l'évolution d'une grandeur. A titre d'exemple, les coûts de production et les prix de vente peuvent varier fortement en raison du prix des matières premières, de l'existence de concurrents plus ou moins nombeux, de l'état de l'offre et de la demande relatives au produit concerné, etc. Par conséquent, les informations concernant les tendances ne seront pas toujours conformes aux évènements qui surviendront ultérieurement. C'est pourquoi, les émetteurs et leurs dirigeants doivent faire preuve d'une très grande prudence lorsqu'ils élaborent les communiqués présentant des tendances, et annoncer de façon explicite la nature des renseignements qu'ils fournissent.

185. Les tendances concernant des informations à caractère prospectif : En second lieu, les émetteurs doivent également insérer au sein du prospectus d'information émis en vue de l'admission de valeurs mobilières aux négociations sur un marché règlementé, toute « *tendance connue, incertitude ou demande ou tout engagement ou événement raisonnablement susceptible d'influer sensiblement sur les perspectives de l'émetteur, au*

---

[913] Rubrique n° 12.1 du règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[914] http://www.larousse.fr, consulté le 21 juin 2015.

moins pour l'exercice en cours »[915]. La disposition est particulièrement large et semble faire référence à tout fait, qu'il soit interne à l'entreprise ou provoqué par une personne ou une circonstance qui lui est extérieure, qui aurait suffisamment d'importance pour altérer le cours de l'activité de la société que cette dernière aurait suivi en l'absence de cet évènement. Ce type de tendances n'est pas caractérisé par une probabilité de survenance très élevée, et par conséquent, l'évaluation de leurs conséquences est d'autant moins aisée. C'est pourquoi, les émetteurs, là encore, doivent prendre quelques précautions et ne pas rédiger les communiqués informant les investisseurs des tendances les intéressant, de façon trop affirmative ou péremptoire. Cette vigilance est d'autant plus nécessaire que les tendances visées dans cette seconde rubrique du règlement européen portent sur les perspectives de l'émetteur, c'est-à-dire sur un « ensemble d'évènements, de projets ou évolution, devenir de quelque chose qui se présente comme probable ou possible ; éventualité, horizon »[916]. L'aléa et l'incertitude imprègnent cette définition, ce qui rend difficile l'élaboration de tendances exactes.

Pour ces raisons, l'Autorité des marchés financiers incite elle-même les émetteurs à se montrer prudents en expliquant que les tendances concernant des informations prospectives « *devraient, selon le groupe de travail, être davantage exprimées en des termes généraux ou narratifs lorsqu'elles portent sur des grandeurs relatives au compte de résultat pour ne pas être confondues avec une prévision de bénéfice. Dans tous les cas elles ne devraient pas permettre de déterminer de manière suffisamment précise un niveau probable de résultat futur* »[917]. Il est possible de déduire de cette recommandation que les autorités tentent de concilier la satisfaction des attentes des investisseurs en matière d'information financière[918], y compris relativement aux données prospectives, avec la qualité des indications données : il est utile de fournir des tendances, mais la volonté de

---

[915] Rubrique n° 12.2 du règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[916] Dictionnaire en ligne http://www.larousse.fr, consulté le 21 juin 2015.

[917] Position AMF n° 2006-17 du 10 juil. 2006, sur la notion de « Prévisions de bénéfice », § A, II, *b*, p. 5.

[918] V. en ce sens Pierre CLERMONTEL qui affirme que « L'information sur les tendances doit donc inscrire un émetteur dans l'évolution attendue du contexte de ses marchés ainsi que, le cas échéant, dans le cadre plus large de l'environnement économique général », *in* Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 156.

diffuser « à tout prix » ne doit pas conduire à l'élaboration d'informations trompeuses du fait de leur caractère trop précis ou trop persuasif par exemple. Cette exigence de vigilance à charge des dirigeants des sociétés cotées découle du caractère incertain des renseignements contenus dans les tendances. Des précautions similaires doivent être mises en œuvre par les émetteurs lorsqu'ils révèlent aux investisseurs leurs objectifs.

4° Les objectifs

186. La notion d'« objectifs » dégagée par la Commission des opérations boursières : Si le terme « objectifs » n'est pas défini par le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004[919], le groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT avait précisé les contours de cette notion dans le rapport remis à la Commission des opérations boursières publié le 6 avril 2000[920]. Dans cette étude, les objectifs apparaissent comme le résultat des orientations stratégiques prises par l'entreprise[921]. Ils « *sont généralement pluriannuels et synthétiques* »[922], et n'ont pas vocation à être aussi précis que les prévisions : le rapport du groupe de travail précise d'ailleurs sur ce point qu'il est possible que la diffusion de données prospectives « *ne permette pas au public de distinguer clairement ce qui relève de la « prévision », à laquelle est souvent attaché un degré de précision et de crédibilité élevé, de ce qui relève d'objectifs à terme parfois plus éloigné, auxquels les dirigeants ne donnent pas la même portée en termes de précision ; il s'agit plutôt d'un engagement sur la stratégie et les moyens* »[923]. L'objectif ne correspond donc pas au résultat auquel la société va certainement aboutir, mais il représente davantage la finalité que celle-ci souhaite atteindre.

Cette interprétation est confortée par les précisions supplémentaires qu'apporte le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT : alors que « *la stratégie*

---

[919] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[920] Rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[921] § 2.6, p. 6 du rapport.

[922] *Ibid*.

[923] *Ibid*.

concrétise la politique générale d'une entreprise »[924], « *les objectifs traduisent de façon chiffrée et synthétique les effets attendus de la stratégie arrêtée par les organes dirigeants, que ce soit en termes commerciaux (par exemple : part de marché de ou croissance du résultat net par action…)* ». Ce type de données peut prendre la forme d'indicateurs comptables chiffrés ou encore de soldes intermédiaires de gestion, calculés sur la base des comptes relatifs à l'exercice précédent ou à toute autre période antérieure (semestre, trimestre).[925]

Au vu de ces définitions, il serait possible de considérer qu'un objectif ne puisse pas être inexact, puisqu'il représente le but, la cible visée par l'entreprise. Il serait donc « facile » pour un émetteur de communiquer sur de telles informations prospectives, sans risquer de commettre un manquement à la bonne information du public. Cependant, là encore il est inconcevable de laisser les sociétés cotées présenter des objectifs impossibles à atteindre : la qualité des renseignements attendus par les investisseurs leur impose de diffuser des objectifs réalisables, fondés sur des hypothèses fiables et pertinentes. Par ailleurs, le règlement (CE) n° 809-2004 19 avril 2004[926] n'utilise pas le terme d'objectifs. Ainsi, si l'indication fournie au marché, combinée à d'autres informations disponibles, permet de calculer un niveau probable de résultat ou d'estimer les profits et les pertes de l'exercice en cours ou suivant, elle devra être requalifiée en « prévision de bénéfice » au sens de ce règlement[927].

Après les tendances et les objectifs moins précis que les prévisions et les estimations, il existe encore une catégorie de données prospectives encore plus vaste : les perspectives d'avenir de l'émetteur.

---

[924] § A.1.1, p. 9 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[925] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 185.

[926] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[927] § A, II, p. 4 de la position AMF n° 2004-04 du 12 oct. 2004 relative aux communications portant sur les données financières estimées, *Rev. mens. AMF* oct. 2004, n° 7, pp. 5-9, modifiée le 1er août 2012 et le 4 déc. 2013.

5° Les perspectives d'avenir

187. Les « perspectives d'avenir », une notion spécifique à certains documents financiers : une telle expression n'est pas utilisée dans le règlement (CE) n° 809-2004 du 29 avril 2004. Pourtant, il s'agit d'une notion très ancienne déjà utilisée en France dans l'ancien article 148 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales[928], qui précisait que devait être insérés au sein du rapport de gestion un exposé des « *résultats de [l'activité de la société], les progrès réalisés ou les difficultées rencontrées ou* ***les perspectives d'avenir*** »[929]. Cette expression a été reprise à l'actuel article R. 225-102 du Code de commerce qui vise à la fois le rapport de gestion de l'article L. 225-100 du même code et le rapport consolidé mentionné à l'article L. 225-102, sans pour autant que ce terme ait été défini. Le législateur italien a également employé l'expression au sein de la 94, 2) du texte unique en matière d'intermédiation financière à propos du prospectus d'information à diffuser en cas d'offre au public d'instruments financiers communautaires et de produits financiers autres que des parts ou actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ouverts. Lui non plus n'a pas précisé le sens que devait revêtir la notion de « perspectives ».

Rappelons que selon le dictionnaire en ligne Larousse, les « perspectives » correspondent à un « ensemble d'évènements, de projets ou évolution, devenir de quelque chose qui se présente comme probable ou possible ; éventualité, horizon »[930]. Autrement dit, il s'agit des formes envisageables que pourra prendre l'activité de l'émetteur, des transformations de cette dernière sous l'influence des différents facteurs internes ou externes auxquels l'entreprise peut s'attendre. Au vu de cette définition, il est possible de considérer que les « perspectives d'avenir » sont les données prospectives les moins fiables, parce qu'elles présentent le degré de certitude le moins élevé. Ainsi, les dirigeants qui communiquent ces renseignements devraient les qualifier expressément comme telles et les formuler en des termes génériques et vastes, afin que les investisseurs comprennent sans ambiguïté qu'il ne s'agit ni de prévision, ni d'estimation.

---

[928] Décret n° 67-236 du 23 mars 1967 sur les sociétés commerciales, *J.O.R.F.* 24 mars 1967, p. 2843.

[929] Mis en gras par nous.

[930] Dictionnaire en ligne http://www.larousse.fr, consulté le 21 juin 2015.

Toutes les définitions des données prospectives démontrent que ces dernières ne peuvent toujours s'avérer parfaitement correctes. C'est pourquoi les autorités n'ont pas posé à la charge des émetteurs une obligation d'exactitude des informations prévisionnelles, mais une exigence atténuée de fiabilité.

b- La préférence de la fiabilité des données prospectives sur leur exactitude

188. L'intérêt d'une diffusion des données prospectives : Le fonctionnement des marchés boursiers est fondée à la fois sur l'analyse des données historiques, mais aussi sur une anticipation des évènements à venir[931]. Pierre CLERMONTEL décrit cet état de fait dans son ouvrage consacré au *Droit de la communication financière* : « conformément à la théorie financière classique, le marché boursier valorise les titres principalement sur la base des résultats futurs : dès lors que le cours d'une action reflète la valeur anticipée d'une entreprise, l'information prévisionnelle apparaît comme un élément capital de la communication »[932]. Les informations prévisionnelles revêtent donc une importance primordiale pour les investisseurs, qui attendent fortement ce type de renseignements. Le groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT rendu public le 6 avril 2000 constatait déjà ce phénomène, puisqu'il expliquait que « *les investisseurs demandent aujourd'hui à recevoir des informations de nature prévisionnelle, à connaître les conséquences attendues des orientations stratégiques des sociétés dans lesquelles ils investissent, leurs objectifs de croissance et de rentabilité* »[933]. Par ailleurs, la diffusion d'informations prévisionnelles aide les analystes financiers et les investisseurs à évaluer la capacité de l'émetteur à prévenir l'évolution de son activité, ainsi qu'à détecter sa

---

[931] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, pp. 23-24 ; Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 12-13 et p. 48 ; Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 181. Ces deux derniers auteurs vont même jusqu'à évoquer de « fortes pressions » du marché à l'égard des émetteurs concernant les informations prospectives, *op. cit.*, p. 179 ; Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 2.

[932] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 155.

[933] Introduction, § 2.1 du Rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

vision, ses espoirs et ses craintes pour l'avenir[934]. Par le biais d'une telle communication, l'émetteur vise donc à préserver son actionnariat et à conquérir de nouveaux investisseurs[935], en montrant ses aptitudes à anticiper l'avenir.

Malgré cela, la publication de données prospectives demeure une simple faculté pour les émetteurs. Si ces derniers ont intérêt à diffuser de telles informations, se pose toutefois la question de savoir si tous les évènements envisagés ou prévisibles doivent faire l'objet d'une communication prévisionnelle. In Italie, la Consob s'est prononcée sur ce point en publiant, le 28 mars 2006, un avis où elle précisait que « *l'article 68 du règlement Émetteurs requiert la publication d'informations prévisionnelles, si elles sont adressées à des tiers, abstraction faite d'une quelconque évaluation sur la capacité de ces informations à influencer sensiblement le cours des instruments financiers* »[936]. Elle a d'ailleurs ajouté sur ce point que cette obligation pèse à la fois sur les émetteurs et sur les sociétés qu'ils contrôlent[937]. Autrement dit, il importe peu que les informations revêtent ou non un caractère privilégié. Cependant, il semble évident que toute donnée prospective n'a pas nécessairement à être publiée, notamment si les opérateurs n'en retirent aucune utilité pour se représenter la valeur de l'émetteur et fonder leur décision d'investissement. C'est d'ailleurs ce que mettent en évidence Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET qui considèrent qu'« en ce qui concerne les données prospectives, elles sont pertinentes dès lors qu'elles sont susceptibles d'influencer les décisions économiques des investisseurs »[938]. Les dirigeants des sociétés sont donc confrontés à la difficulté d'identifier les informations prévisionnelles que les investisseurs et professionnels des marchés considèreront comme utiles à l'appréciation des performances de l'entreprise

---

934 V. en ce sens Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE qui affirment que « Les données comptables prévisionnelles publiées par l'entreprise sont dans l'ensemble très utiles car elles reprennent l'opinion des dirigeants face à l'avenir de l'entreprise. Cette opinion est formulée dans un cadre comptable précis, quantifiée et susceptible d'être comparée aux données réelles lorsque celles-ci seront devenues disponibles », in *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 198.

935 Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 3.

936 Comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, sull'« Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Raccomandazioni e chiarimenti », § 68.

937 *Idem*, § 69.

938 Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, pp. 174-175. V. également en ce sens l'alinéa 1er de la recommandation n° 5 de la charte du CLIFF et de la SFAF publiée en avril 2003, précédemment citée, qui précise que « *Les entreprises doivent communiquer des informations pertinentes, c'est-à-dire permettant de comprendre leur stratégie et leurs performances* ».

et, donc, à l'évaluation du cours des instruments financiers diffusés par la société. En tout état de cause, quelle que soit l'information prospective diffusée, celle-ci doit être crédible.

189. L'abandon de l'exigence d'exactitude au profit d'un impératif de fiabilité : La Charte publiée en avril 2003 par la Société Française des Analystes Financiers et par le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France prévoit, de façon générale, que « *Les entreprises s'engagent sur la fiabilité des informations communiquées. Sont visés notamment les avertissements sur résultats, l'ensemble des données pro forma (obligatoires ou non) et les indicateurs non financiers* »[939]. Les définitions des diverses données prospectives ont permis de démontrer, combien ce type d'information est caractérisé par un degré de probabilité de survenance plus ou moins intense. Si les estimations semblent pouvoir s'approcher des chiffres publiés de façon définitive, les prévisions sont déjà moins certaines, et les tendances, objectifs et perspectives d'avenir constituent des renseignements encore plus empreints d'aléas. Par conséquent, il est impossible d'exiger des émetteurs qu'ils anticipent sans marge d'erreur les évènements à venir. De ce fait, l'exigence d'exactitude posée par l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers est affaiblie au profit d'un impératif de fiabilité. Le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT, déjà cité à plusieurs reprises, mentionne une « *interprétation modulée* […] *en matière d'exactitude, suivant qu'il s'agit d'objectifs ou de prévisions* », en ce sens que « *l'exactitude s'apprécie par rapport aux éléments dont l'entreprise dispose où elle donne l'information, et au degré de prudence dans l'annonce* »[940]. Ainsi, il n'est pas demandé à l'émetteur d'anticiper avec certitude les évènements et résultats futurs, mais de formuler des hypothèses plausibles et des objectifs réalisables, en tenant compte des renseignements déjà disponibles, c'est-à-dire des données historiques. Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE partagent cette conception de la fiabilité, en ce sens qu'ils considèrent que celle-ci représente notamment « [la] capacité [de l'information prévisionnelle] à traduire la réalité de la

[939] Recommandation n° 5, alinéa 2 de la charte du CLIFF et de la SFAF publiée en avril 2003.

[940] § A.1.2., p. 12 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

situation de l'entreprise »[941]. L'Autorité des marchés financiers conforte aussi cette interprétation, puisqu'elle a décidé, *a contrario*, que sont trompeurs les « prévisions ou objectifs [qui] reposent, au moment où ils sont formulés, sur des données fausses, lorsqu'ils ne peuvent manifestement être atteints, ou lorsque la façon dont ils sont présentés est susceptible d'induire le public en erreur »[942]. Il convient donc pour l'émetteur de combiner l'analyse et l'interprétation des données historiques, l'identification des facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur son activité future et sur sa situation financière, afin d'être capable de formuler des conjectures objectives et crédibles[943]. Pour que les données prospectives atteignent cette qualité, leur élaboration doit respecter quelques principes.

190. La fiabilité des données prospectives fondée sur des principes comptables adéquats : Selon Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET, « les estimations publiées doivent être issues d'un processus comptable et/ou budgétaires de nature à garantir la fiabilité de l'information fournie au marché »[944]. Cette règle relative aux estimations peut être étendue à toute sorte d'informations prévisionnelles, en ce sens que chacune d'entre elles doit être fondée sur des hypothèses tangibles[945], c'est-à-dire qui ne peuvent être remises en doute. Il est donc nécessaire que les dirigeants procèdent à l'examen approfondi des données historiques, et qu'ils anticipent les faits qui pourraient avoir un impact sur l'évolution de l'entreprise, dans le but d'élaborer des prévisions ou estimations pertinentes et crédibles : « la qualité de l'information financière s'apprécie alors, seulement au regard de sa fiabilité mais aussi de sa pertinence envisagée principalement ici par sa capacité prédictive »[946]. Ainsi,

---

[941] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 32.

[942] Déc. AMF, 27 nov. 2009, *Olivier Andries et autres* ; *Bull. Joly Bourse*, mars-avr. 2010, p. 113, note Jean-Jacques DAIGRE.

[943] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 177.

[944] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 183.

[945] La recommandation n° 3 de la charte élaborée par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) publiée en avril 2003 explique, dans son alinéa premier, que « *Les informations communiquées doivent pouvoir être comprises sans risque de mauvaise interprétation. En particulier,* ***les entreprises qui communiquent sur leurs perspectives précisent les hypothèses sous-jacentes*** *et font la distinction entre les objectifs et les prévisions, ces dernières restant davantage du ressort des analystes* » (mis en gras par nous).

[946] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *op. cit.* p. 8.

l'émetteur doit aussi attirer l'attention des investisseurs sur les aléas susceptibles de se produire, et mentionner explicitement les facteurs de risque susceptibles d'impacter les prévisions[947].

Toutefois, l'analyse des chiffres antérieurs définitifs n'est pas suffisante : il faut également que les données prévisionnelles respectent les principes comptables, applicables dans la situation qui les concernent. Autrement dit, les émetteurs sont contraints de retenir une règle appropriée pour les indications qu'ils publient. Cela ne signifie pas nécessairement qu'ils n'ont aucune liberté de choix quant au principe à mettre en œuvre, mais ils doivent se conformer aux normes qui régissent leurs activités et l'élaboration des données prévisionnelles qui les concernent. En revanche, si plusieurs principes différents sont susceptibles d'être utilisés, peu importe celui qui sera retenu dès lors qu'il aboutit aux mêmes résultats que ceux qui auraient été trouvés en application d'un autre principe. Cet état de fait correspond au principe de l'indifférence à l'orthodoxie comptable[948].

Les dirigeants des sociétés cotées peuvent aussi se faire aider des commissaires aux comptes dans l'élaboration des données prévisionnelles. Les contrôleurs légaux des comptes commencent par vérifier la fiabilité des données prévisionnelles proposées et la pertinence des hypothèses qui sous-tendent ces informations, hypothèses qui doivent d'ailleurs être publiées par l'émetteur aux côtés des informations prospectives elles-mêmes. En second lieu, si ces dernières ont été correctement préparées et formulées, les commissaires aux comptes rédigent une attestation qui confirme que « ces prévisions ou estimations ont été adéquatement établies sur la base des hypothèses indiquées ; les calculs sur la base des hypothèses décrites ont été correctement effectués, les hypothèses significatives utilisées par l'émetteur dans la préparation de ces informations ont bien été décrites ; et les méthodes comptables utilisées sont conformes à celles habituellement appliquées par l'émetteur pour l'établissement de ses comptes »[949]. L'exigence d'un certificat rédigé par un contrôle des comptes

---

[947] Rubrique 2 du règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[948] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 80.

[949] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 160-161.

indépendant de l'émetteur est d'ailleurs posée par le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 relatif au contenu du prospectus, dans sa rubrique 13.2[950].

191. La garantie d'une fiabilité des informations prévisionnelles par leur mise à jour : Pour qu'une donnée prospective reste fiable, au fil du passage du temps, elle doit être régulièrement vérifiée par l'émetteur et réajustée si nécessaire. Ce contrôle sera effectué à chaque fois que de nouvelles indications comptables et financières seront disponibles. Les dirigeants devront à ce moment s'assurer que les informations publiées à ce titre sont conformes aux évènements qui se sont produits et qu'elles suivent l'orientation qu'ils avaient envisagée. Cette mise à jour est réalisée du fait de l'obligation d'information permanente qui pèse sur les émetteurs[951], lequel type d'information suppose la communication de tout fait ou évènement susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers qui le concernent. La mise à jour regarde également les renseignements contenus dans le prospectus à diffuser en cas de demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé ou dans une note d'information diffusée en cas d'émission avec offre au public de titres, mais aussi les indications contenues dans le document de référence, qui centralise à l'ensemble des données financières y compris prévisionnelles[952]. En l'absence de modification d'informations prospectives dépassées ou qui ne reflètent plus l'évolution de l'activité

---

[950] La rubrique 13 du règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, (mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137) dispose que « *Si l'émetteur choisit d'inclure une prévision ou une estimation du bénéfice dans le document d'enregistrement, celui-ci doit contenir les informations visées aux points 13.1 et 13.2* » et la rubrique 13.2 du même règlement vise « *un rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants, stipulant que, de l'avis de ces comptables ou contrôleurs légaux indépendants, la prévision ou l'estimation du bénéfice a été adéquatement établie sur la base indiquée et que la base comptable utilisée aux fins de cette prévision ou estimation est conforme aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur* ».

[951] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 191.

[952] § A.1.2., p. 12 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

Dans le même sens, § A, II, *b*), p. 6 de la position AMF n° 2004-04 du 12 oct. 2004 relative aux communications portant sur les données financières estimées, *Rev. mens. AMF* oct. 2004, n° 7, pp. 5-9, modifiée le 1er août 2012 et le 4 déc. 2013.

de l'entreprise, les émetteurs sont susceptibles de se voir imputer le manquement ou le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses[953].

Le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT publié le 6 avril 2000 expliquait en quoi peuvent consister les mises à jour d'informations prévisionnelles : il s'agit de « *l'annonce claire de toute modification de la stratégie et des objectifs précédemment affichés* » ; de « *la confirmation ou l'infirmation périodique des tendances, ainsi que l'avancement par rapport au plan de marche, lorsqu'elles ont communiqué des objectifs chiffrés* » ; et de « *la mise à jour régulière des données prévisionnelles, lorsqu'elles ont communiqué des prévisions détaillées* »[954]. La Consob exige elle aussi une mise à jour des données prévisionnelles et objectifs chiffrés lorsqu'« *avec le temps, les prévisions et objectifs apparaissent irréalistes ou impossibles à atteindre et qu'il est possible de mettre en évidence des écarts, en sens positif ou négatif, entre les données provisionnelles publiées et les résultats découlant des situations comptables ou bien de nouvelles prévisions relatives à la même période* »[955]. Dans tous les cas, les différences entre les données prospectives et les chiffres ou résultats définitifs doivent être expliqués au public[956] de façon rationnelle et pédagogique. Les émetteurs vont parfois jusqu'à attirer eux-mêmes l'attention des analystes financiers et des investisseurs sur les anomalies caractérisant les informations prévisionnelles en publiant des « avertissements sur résultat ».

192. Le cas particulier des avertissements sur résultat ou « *profit warning* » en cas d'existence d'un consensus de marché : Les avertissements sur résultat peuvent se définir comme « *les annonces faites au public et formulées par les émetteurs, qui ont pour objet des commentaires et des précisions ayant trait aux écarts* [entre les données provisionnelles publiées et les résultats découlant des situations comptables ou bien de

---

953 Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 192-193.

954 *Idem*.

955 Texte original : « *le previsioni e gli obiettivi si manifestino con il tempo irrealistici o non raggiungibili e che si evidenzino scostamenti, di segno positivo o negativo, tra i dati previsionali pubblicati e i risultati derivanti dalla redazione di situazioni contabili ovvero da nuove previsioni relative ai medesimi periodi* », § 63 de la comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, sull'« Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Racommandazioni e chiarimenti ».

956 Dans le même sens, § A, II, *a*), p. 5 de la position AMF n° 2004-04 du 12 oct. 2004 relative aux communications portant sur les données financières estimées, *Rev. mens. AMF* oct. 2004, n° 7, pp. 5-9, modifiée le 1er août 2012 et le 4 déc. 2013.

nouvelles prévisions relatives à la même période]»[957]. Ils représentent donc une mise en garde opérée par les sociétés cotées dans des situations précises. Les avertissements sur résultat peuvent être diffusés que celles-ci aient communiqué ou non des données prévisionnelles, dès lors qu'existe un consensus de marché. Celui-ci peut se définir comme « *un amalgame de facteurs prévisibles, conjoncturels ou opérationnels, et se traduit par une prévision de résultat net par action, hors éléments exceptionnels, émise par la communauté des analystes financiers* »[958]. Autrement dit, il s'agit de l'interprétation effectuée par les analystes de l'activité de l'émetteur et de son évolution, au vu des circonstances particulières qui le caractérisent lui et son activité, ainsi que son environnement économique, financier et concurrentiel[959]. Le consensus de marché peut être « peu dispersé », c'est-à-dire constituer une interprétation largement partagée ou admise au sein des analystes, ou au contraire « dispersé », en ce sens que les estimations élaborées d'un analyste à l'autre sont très inégales.

193. Les hypothèses donnant lieu à un avertissement sur résultat : En Italie, le « *profit warning* » constitue un impératif pour l'émetteur, puisque lorsqu'ils « *vérifient la cohérence entre l'évolution effective de la gestion de l'entreprise avec les données prévisionnelles et les objectifs chiffrés mis à disposition du public* »[960], ils doivent rendre « *publiques sans retard [...] les informations relatives à tout écart notable* »[961]. Il importe peu en réalité que l'émetteur ait précédemment communiqué, de façon prévisionnelle,

---

[957] § 65 de la Comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, sull'« Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Racommandazioni e chiarimenti ».

[958] Introduction, § 2.6, p. 6 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[959] Jean- Christophe VIDAL et Pierre MUDET confirment cette analyse en expliquant que « Le consensus se construit donc à partir de deux sources d'informations. La première est alimentée par l'émetteur. C'est l'explication de sa stratégie, de ses objectifs, tendances et perspectives, de ses déterminants économiques (marchés, secteurs d'activité, rentabilité par ligne de produits, ratios clés de l'exploitation, besoin en fonds de roulement…), de son degré de sensibilité aux variables exogènes. La seconde est indépendante de l'émetteur. Il s'agit des hypothèses économiques retenues par les analystes (évolution du prix des matières premières…) ou de causes externes telles que les performances des concurrents par exemple », *in Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 207.

[960] Texte original : « *verificano la coerenza dell'andamento effettivo della gestione con i dati previsionali e gli obiettivi quantitativi messi a disposizione del pubblico* » (art. 68, al. 2, TUF)

[961] Texte original : « *pubbliche senza indugio* [...] *le informazioni che riguardano ogni rilevante scostamento* » (même article).

sur la grandeur ou l'objet du consensus de marché. Il est certain que si celui-ci a donné des indications particulières qui ne sont pas en accord avec les résultats des études des analystes, la société cotée a tout intérêt à diffuser de nouvelles informations, afin que ses messages précédents soient correctement appréhendés par les marchés. Les divergences d'interprétation sont révélatrices d'une incompréhension mutuelle de l'émetteur et des analystes, laquelle pourrait découler d'une information imprécise, tronquée ou équivoque susceptible de caractériser le manquement administratif de diffusion d'informations inexactes ou mensongères[962].

Cependant, les dirigeants de sociétés cotées devraient également réagir en cas de différence entre le consensus de marché et les données prévisionnelles élaborées en interne, en l'absence de communication antérieure. *A priori*, il ne paraît pas logique de contraindre un émetteur à rectifier les hypothèses formulées par les analystes, dès lors qu'il n'a pas lui-même fourni les renseignements qui fondent leurs études ou orienté les conclusions de ces derniers. Pourtant, si cette vision erronée des perspectives de l'émetteur s'avère largement répandue, celui-ci doit vérifier qu'une telle situation n'est pas due à un manque d'information du public[963]. La Consob a d'ailleurs elle-même reconnu un intérêt d'ordre général à l'intervention de la direction des sociétés cotées dans une telle situation, puisqu'elle explique que « *la vérification et le commentaire dudit consensus par les émetteurs, dans le cas où il s'éloigne des prévisions formulées par ces derniers relativement à l'évolution de leur propre gestion, revêtent ainsi une certaine importance quant à la finalité de garantir une formation d'attentes justes chez les investisseurs* »[964]. De plus, le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT incite les dirigeants à se montrer très précautionneux en précisant les modalités d'intervention à adopter dans cette hypothèse : « *lorsqu'une entreprise est amenée à constater que ses résultats attendus seront de façon significative inférieurs à la fourchette d'estimation donnée par un consensus de marché peu dispersé, et si les dirigeants*

---

[962] Art. 632-1, RG AMF et 187-*ter*, 1), TUF.

[963] V. en ce sens Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 37 ; Jean- Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *ibid*.

[964] Texte original : « *Anche la verifica e il commento del citato consensus di mercato da parte degli emittenti, nel caso in cui si discosti dalle previsioni da questi formulate in merito all'andamento della propria gestione, assume quindi rilevanza al fine di garantire la formazione di corrette aspettative da parte degli investitori* », § 64 de la comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, sull'« Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Racommandazioni e chiarimenti ».

concluent après examen que cet écart provient d'une insuffisante explication de sa stratégie, de ses déterminants économiques propres ou de son degré de sensibilité aux variables exogènes, elle doit intervenir le plus rapidement possible pour rétablir un niveau satisfaisant d'information concernant ce ou ces éléments. Si l'entreprise ne dispose pas d'une occasion de communication périodique, cette intervention doit prendre la forme d'une communication officielle spécifique dans un délai rapide et dans les conditions prévues par la règlementation en vigueur »[965]. La Consob a formulé des recommandations similaires dans son avis du 28 mars 2006[966]. L'ensemble de ces dispositions démontre bien que la diffusion d'avertissements sur résultats ne dépend pas d'une communication antérieure de données prévisionnelles par l'émetteur, mais bien d'un écart entre le consensus de marché et les informations disponibles au sein de la société. Celle-ci doit réagir dès lors que cette différence d'analyse est susceptible de résultat d'un défaut ou d'une lacune dans sa communication. Ainsi, les avertissements sur résultats, comme la diffusion de renseignements prospectifs, participent de la bonne information des investisseurs et, donc, de la transparence des marchés financiers.
Toutefois, il ne suffit pas que les informations fournies aux investisseurs soient exactes ; elles doivent également, en vertu de l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, être précises.

B- La précision de l'information

194. Le caractère de précision, une exigence commune aux autorités de marché française et italienne : L'impératif de précision est explicitement posé par l'Autorité des marchés financiers à l'article 223-1 de son règlement général et par la Consob, de façon tacite en revanche, dans le règlement « Émetteurs » du 14 mai 1999[967] au sein de ses articles 65-*bis* et 66, 2, *a*). Selon Jean-Christophe MUDET et Pierre VIDAL, « une

---

[965] § A.3, p. 15 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html
V. dans le même sens, Jean- Christophe VIDAL et Pierre MUDET, p. 209.
[966] § 67 de la comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, sull'« Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Racommandazioni e chiarimenti ».
[967] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

information est suffisamment précise lorsqu'elle permet aux investisseurs de porter en connaissance de cause une appréciation sur les rouages essentiels du mécanisme décrit »[968]. Il s'agit donc d'indications complètes, relatifs aux caractéristiques essentielles de l'opération, du produit ou de l'émetteur concernés et qui, de ce fait, donnent la possibilité aux différents opérateurs de réaliser une transaction libre et éclairée. La précision, comme la sincérité, est directement en lien avec le caractère non trompeur de l'information. Cependant, pour que cette dernière soit précise, il ne suffit pas qu'elle fasse part d'un fait de façon objective, ce qui correspond davantage à l'exactitude de l'information ; il faut également qu'elle décrive ses principales caractéristiques. Par exemple, si l'objet du communiqué réside dans un évènement, l'émetteur devrait indiquer les causes de cet évènement, le moment où il est survenu, son intensité, ses conséquences, etc. S'il s'agit d'une opération boursière, les dirigeants en charge de la communication donnent des renseignements sur les partenaires impliqués, la date à laquelle elle devrait être réalisée, les modalités de l'opération, les implications sur les sociétés concernées, leurs activités et leurs salariés.

195. La signification du caractère de précision de l'information : L'information précise se distingue des renseignements généraux, qui par nature sont trop vagues et ne donnent pas assez d'indications quant à leur objet, mais aussi des rumeurs, lesquelles laissent seulement entendre qu'un évènement est sur le point de se produire, sans trop vraiment en expliquer les modalités. Selon Pierre CLERMONTEL, l'information précise ne constitue pas non plus un simple renseignement ou une supposition[969].

Le dictionnaire Larousse en ligne définit le premier de ces deux termes comme « [une] indication, [un] éclaircissement donnés sur quelqu'un, quelque chose »[970]. En d'autres termes, le renseignement correspond à des explications complémentaires permettant à l'investisseur de comprendre le fait principal objet de l'information. Ainsi, il est possible de partager l'acception de l'auteur qui distingue « information précise » et « renseignement », puisque la première paraît englober à la fois la représentation du fait principal et les explications qui permettent de le comprendre et de l'interpréter.

---

[968] Jean- Christophe VIDAL et Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 97.

[969] V. en ce sens Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 88-89.

[970] http://www.larousse.fr, consulté le 27 juin 2015.

L'article 66, alinéa 2, *a*) du règlement « Émetteurs »[971] semble confirmer cette interprétation, puisqu'il impose que les sociétés cotées vérifient que les communiqués relatifs aux « *Evènements et circonstances significatifs* »[972] contiennent « *les éléments susceptibles de permettre une évaluation complète et correcte des événements et des circonstances représentés, ainsi que les liens et les confrontations avec le contenu des communiqués précédents* »[973].

Le sens attribué à la « supposition » par le même dictionnaire Larousse réside dans « l'hypothèse, la conjecture »[974]. Or, Pierre CLERMONTEL considère que « l'information [...] imprécise n'est qu'une simple supposition, un simple renseignement et non une information »[975], ce qui laisse entendre qu'*a contrario* l'information précise ne représente pas une simple supposition au sens à peine défini. Pourtant, une hypothèse peut être précise, dès lors qu'elle est fondée sur des donnés historiques pertinentes et sur des anticipations pertinentes. Une conjecture peut donc être précise si elle est fiable. Serait-ce alors la qualité d' « information », et non le caractère de précision, qui ferait défaut ? Là encore, une telle conception n'est pas indiscutable puisque l'objet même des informations prévisionnelles, ou données prospectives, correspond à la formulation d'hypothèses portant sur la situation économique et financière des sociétés qu'elles concernent. Par conséquent, il ne nous semble pas pertinent d'exclure des informations précises, les suppositions dès lors que celles-ci sont fiables et pertinentes, et peuvent ainsi constituer des informations prévisionnelles.

196. La définition de la précision de l'information par son objet : La nature prévisionnelle ou historique de l'information est donc indifférente ; ce qui importe, c'est qu'elles contiennent l'ensemble des éléments qui permettent à l'investisseur de comprendre le contenu des messages diffusés par les émetteurs et de les interpréter correctement. Cette conception de la précision est confirmée par les indications que

---

971 Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

972 Texte original : « *Eventi o circostanze rilevanti* », intitulé de l'article 66 du Règlement « Émetteurs ».

973 Texte original : « *gli elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentati nonché collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti* » (art. 66, 2, *a*) du Règlement « Émetteurs »).

974 http://www.larousse.fr, consulté le 27 juin 2015.

975 Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 88-89.

donnent l'article 1er, 1) de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 dite « abus de marché » et l'article 7, 2. du règlement (UE) n° 596/2014/UE du 16 avril 2014, tous deux consacrés à la définition de l'information privilégiée. Ce dernier texte dispose qu'« *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, si elle est suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés, des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères basés sur les quotas d'émission* ». Cette définition présente l'inconvénient de ne pas définir la notion de « précision », étant donné qu'elle ne fait que reprendre ce terme sans lui attribuer aucun sens. Elle indique cependant que dès lors qu'une information regarde des événements ou circonstances passés ou futurs[976], et qu'il est possible d'anticiper l'évolution du cours des instruments financiers qu'ils concernent, l'information est réputée précise. Autrement dit, celle-ci correspond à la diffusion de faits déterminés, dont la description sera particulièrement développée et indiquera les modalités de ces derniers.

La lecture de ces dispositions renseigne donc peu sur le contenu de l'information précise. Cependant, la détermination de l'objet des communiqués est souvent facilitée par la consultation des dispositions qui fixent de manière exhaustive et spécifique les éléments ayant trait à telle ou telle information. Il en est ainsi par exemple des règles concernant le prospectus d'information à élaborer lors d'une demande d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché règlementé[977] et la note

---

[976] Pierre CLERMONTEL évoque quant à lui un « *ensemble de circonstances ou d'évènements qui se sont produits ou qui vont se produire* », *in Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, pp. 88-89.

[977] Pour les sources européennes, cf. directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 déc. 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57 ; Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137. ; directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence

d'information émise en cas d'offre de titres au public ou encore de l'information comptable périodique[978]. C'est ce que constatent Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET qui expliquent que « la loi, les règlements et les différentes sources de *soft law* détaillent abondamment la teneur des rubriques devant figurer dans les comptes, leurs annexes, les différents rapports préparés par les organes sociaux ou le document de référence. Ainsi se trouve clairement fixé le degré de précision auquel sont tenus les émetteurs dans la délivrance de l'ensemble des informations qu'elles soient comptables ou non ». A titre d'exemple, l'article 117 du règlement « Émetteurs » italien[979] précise que les personnes qui détiennent une fraction de capital dans une société dont les instruments financiers sont négociés sur un marché règlementé italien ou d'un autre État membre de l'Union européenne, doivent indiquer au public le moment où elles franchissent certains seuils de participation, ainsi que le nombre d'actions ou de droits de vote alors détenus. La même obligation est posée en France à l'article 233-7 du Code de commerce. Dans cette hypothèse, le contenu du communiqué à diffuser au public est précisément spécifié et de ce fait, sa détermination ne pose aucune difficulté.

197. La précision comme univocité de l'information : Le caractère de précision est également étroitement lié à la qualité de l'information donnée. Une information précise est aussi une information compréhensible, qui ne laisse aucun doute quant au sens à donner à son contenu. Elle doit être claire et dépourvue de toute ambiguïté[980], en ce sens que les émetteurs et leurs dirigeants devraient éviter l'emploi de notions vagues et

---

concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE.
Pour les sources internes, cf. art. 94, TUF italien et art. 211-1 ss., RG AMF.

[978] Les sources européennes applicables sont les articles 4 à 6 de la directive « Transparence » du 15 déc. 2004 précitée. En France, l'information comptable financière est régie par les articles L. 451-1-2 du Code monétaire et financier et 222-3 à 222-7 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En Italie, est applicable l'article 66-*bis*, 2) du Règlement « Émetteurs ».

[979] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

[980] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, pp. 90 et 94.

polysémiques, susceptibles d'induire en erreur les destinataires du communiqué[981]. Si elle concerne des événements déterminés, tels que l'annonce de résultats ou la préparation d'une opération financière, la personne en charge de l'élaboration du message doit veiller à ce que des explications complémentaires accompagnent le cas échéant les chiffres publiés ou les faits décrits. Ces renseignements supplémentaires peuvent par exemple servir à trouver les causes de différents événements, à présenter les objectifs d'un projet ou encore à anticiper les conséquences d'un évènement sur l'activité où la situation économique et financière de l'entreprise. Ainsi, la société doit s'assurer que l'information qu'elle diffuse contient tous les éléments nécessaires à sa bonne compréhension[982], ce qui confirme l'utilité de joindre aux indications principales, et plusieurs annexes proposant une interprétation de ces dernières. Dans le cas contraire, un manque de précision entraînant une confusion dans l'esprit de son destinataire, ou simplement un doute quant au sens à attribuer aux indications reçues, serait susceptible de caractériser le délit ou le manquement de diffusion d'informations trompeuses[983].

La qualité de l'information est appréciée subjectivement, étant donné que tous les opérateurs ne disposent pas des mêmes compétences en matière de recherche, d'analyse et d'interprétation des données financières. De ce fait, les autorités de surveillance des marchés n'emploient pas comme références, pour vérifier si l'information est assez précise, les investisseurs institutionnels ou les analystes financiers mais les petits épargnants particuliers individuels. Autrement dit, elles admettent que ce n'est pas parce qu'un renseignement est susceptible d'être appréhendé par les professionnels des marchés, qu'il est nécessairement compréhensible pour un petit investisseur. Par conséquent, l'émetteur doit s'assurer que les données fournies au public sont intelligibles par tous.

---

981 Sur ce point Gilberto GABRIELLI explique qu'une information de qualité « signifie éviter les énonciations génériques et insignifiantes ou trompeuses » ; texte original : « *significa le enunciazioni generiche e vacue o ingannevoli* », *in* Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 21.

982 *Ibid*.

983 Ces infractions sont respectivement réprimées en France aux articles L. 465-2, alinéa 2, du Code monétaire et financier pour de délit et 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour le manquement. En Italie, les dispositions applicables sont les articles 185, alinéa 1er du texte unique enemtière d'intermédiation financière pour la forme pénale et 187-*ter*, alinéa 1er du même texte pour le versant administratif.

C- La sincérité de l'information

198. La signification du caractère sincère de l'information : La sincérité est le troisième caractère de l'information requis par l'Autorité des marchés financiers à l'article 223-1 son règlement général. L'Italie n'exprime pas expressément l'exigence de sincérité, mais pose un impératif similaire à l'article 65-*bis* de son règlement « Émetteurs »[984]. Le terme « sincère » est dérivé de l'expression latine « ***sine cera*** », qui signifiait littéralement « sans cire » et par extension, « sans maquillage, sans artifice ». Celle-ci se référait aux acteurs de théâtre romains qui jouaient leur rôle sans modifier leur apparence physique. Ainsi, cette définition laisse entendre que la sincérité correspond à une représentation de quelqu'un ou de quelque chose à l'état pur, sans altération, sans stratagème destiné à masquer ou à modifier la réalité[985]. Le dictionnaire Larousse en ligne propose diverses acceptions de la sincérité, dont deux sont susceptibles d'intéresser l'information financière évoquée dans ce paragraphe et confirment l'interprétation à peine donnée à l'adjectif : d'une part, celui-ci peut qualifier « des actes officiels, des documents authentiques, non truqués »[986], autrement dit les écrits qui proposent une présentation objective et exhaustive de la réalité ; d'autre part, le terme signifie « qui exprime, sans les déguiser, ses pensées et ses sentiments »[987]. Cette seconde définition pourrait s'appliquer davantage aux dirigeants des émetteurs qui ont en charge la diffusion de l'information financière et se référer aux analyses, prévisions et conjectures formulées par ces derniers. Dans ce cas, l'annonce effectuée serait sincère dans l'hypothèse où son contenu serait pertinent, réaliste et exempte de subjectivité. Cette conception de la sincérité est partagée par Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET qui considèrent que « Pour être sincère, une communication doit donc comporter tous les faits pertinents et les présenter de façon objective. Son but est de mettre les investisseurs en mesure de décider en toute connaissance de cause »[988].

---

[984] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

[985] V. en ce sens Pierre CLERMONTEL estime que « l'information sera sincère si elle est brute, égalitaire ou non trompeuse », *in Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 90.

[986] Dictionnaire Larousse en ligne : http://www.larousse.fr, consulté le 30 juin 2015.

[987] *Ibid*.

[988] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 100.

Les autorités législatives et règlementaires ont proposé elles aussi définition de la sincérité. Par exemple, l'article L. 123-14 du Code de commerce français relatif aux comptes annuels précise que ceux-ci « *doivent être réguliers, sincères et donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise* ». Dans le même ordre d'idée, l'article 2428 du Code civil italien dispose que « *le bilan [annuel] doit être accompagné d'un rapport des administrateurs contenant une analyse fidèle, équilibrée et exhaustive de la situation de la société, de l'évolution et des résultats de la gestion, à la fois globalement et dans les différents secteurs au sein desquels celle-ci a mené son activité, y compris à travers les sociétés qu'elle contrôle, en accordant une attention particulière aux coûts, aux produits et aux investissements, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels la société est exposée* »[989]. Dans les deux dispositions, l'adjectif « fidèle » est employé ; ce terme semble le synonyme le plus approprié pour la notion de « sincérité », en ce sens qu'il induit lui aussi une représentation parfaitement conforme à la réalité[990].

199. Les caractéristiques de la communication sincère : Pour qu'une information communiquée par les émetteurs soit le reflet exact de la situation ou de l'événement qu'elle décrit, elle doit revêtir certaines qualités.

En premier lieu, elle doit s'avérer exhaustive, c'est-à-dire compter tous les éléments qui contribuent à donner une image intégrale des faits concernés. Une telle exigence est d'ailleurs posée par l'article 66, alinéa 2, *a*) du règlement « Émetteurs »[991], qui précise que « *les émetteurs d'instruments financiers garantissent que le communiqué contient les éléments susceptibles de permettre une évaluation complète et correcte des événements et des circonstances représentés, ainsi que les liens et les confrontations avec le contenu des*

---

[989] Texte original : « *Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta* » (art. 2428, C. civ. it.).

[990] Le dictionnaire en ligne Larousse (http://www.larousse.fr, consulté le 30 juin 2015) qualifie de « fidèle », ce « **qui ne modifie, n'altère en aucune façon la réalité qu'il reproduit ou exprime, les faits qu'il rapporte** ».

[991] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

communiqués précédents »[992]. Sur ce point, l'exhaustivité de l'information s'apprécie au regard des éléments accessibles à l'émetteur au moment où celle-ci est diffusée[993].

En deuxième lieu, la communication sincère est objective ; autrement dit, la représentation donnée de la réalité n'est pas altérée par la perception propre à l'auteur du message diffusé, comme l'expliquent Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET dans leur ouvrage consacré à la *Communication financière* : « Sa présentation doit être exempte de parti pris, traiter de manière équilibrée des aspects tant négatifs que positifs et ne pas omettre de faits importants. L'information doit être loyale et ne pas passer sous silence des éléments plus importants ou des chiffres plus significatifs que ceux qui sont présentés »[994]. Pour garantir cette objectivité, le règlement « Émetteurs » italien impose que soit mentionnées les sources auprès desquelles les données fournies au public ont été obtenues[995]. L'objectivité qui caractérise la sincérité poursuit une finalité très précise, qui réside dans la distinction entre les messages à contenu informationnel et les offres à caractère promotionnel[996]. D'ailleurs, les autorités de surveillance des marchés imposent elle-même une différenciation stricte : d'une part, en France, l'article 223-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *L'émetteur s'abstient de combiner, d'une manière susceptible d'induire le public en erreur, la fourniture d'informations privilégiées et les éléments publicitaires ou commerciaux relatifs à ses activités* »[997] ; d'autre part, en Italie, l'article 66, alinéa 2, *c*) du règlement « Émetteurs » auparavant mentionné exige que « *les émetteurs d'instruments financiers garantissent que la communication au public d'informations privilégiées et le* marketing *ayant trait à leurs propres activités ne soient pas combinés de façon à ce que celle-ci soit rendue trompeuse* »[998]. Ces dispositions sont directement inspirées de l'article 2, 1., al. 3 de la directive n° 2003/124/CE du 22 décembre 2003 relative à la

---

[992] Texte original : « *gli elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentati nonché collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti* » (art. 66, 2, *a*) du Règlement « Émetteurs »).

[993] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 101.

[994] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 105.

[995] Art. 65-*bis*, al. 1er, *c*), Règlement « Émetteurs ».

[996] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 91.

[997] Art. 223-4, RG AMF.

[998] Texte original : « *Gli emittenti strumenti finanziari assicurano che la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate e il* marketing *delle proprie attività non siano combinati tra loro in maniera che potrebbe essere fuorviante* » (art. 66, al. 2, c), Règlement « Émetteurs »).

publication des informations privilégiées et à la définition des manipulations de cours, qui était rédigé en des termes très proches[999].

En troisième lieu, et en particulier pour ce qui concerne la diffusion des données comptables périodiques, la sincérité suppose une constance dans la façon de présenter les résultats au public : les méthodes comptables utilisées doivent être identiques d'un exercice à l'autre et être expliquées au sein du communiqué. En cas de changement ayant trait aux normes ou aux principes employés pour calculer ces résultats, l'émetteur se doit d'aviser les investisseurs de cette mutation et d'en expliquer les raisons. L'absence de telles indications serait susceptible d'entraîner une confusion dans l'esprit des opérateurs et de les empêcher d'apprécier correctement l'évolution de l'activité et de la performance de l'entreprise. La Charte rédigée par la Société Française des Analystes Financiers et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France a également formulé une recommandation en ce sens[1000].

En quatrième et dernier lieu, l'information financière sincère reste valable dans le temps, ce qui implique qu'elle soit mise à jour régulièrement et ajustée au regard des évolutions et des circonstances internes et externes à l'entreprise, qui ont une influence sur le contenu du message précédemment diffusé. Cette nécessité de correction régulière est particulièrement fondamentale pour les données prospectives, dont il a été démontré que le degré de fiabilité varie en fonction de leur nature[1001].

Au vu de ces explications, il est aisé de comprendre que la sincérité participe de la qualité de l'information et contribue à la lutte contre la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. La communication financière constitue donc bien, et de façon incontestable, l'un des moyens de prévention des abus de marché.

---

[999] Ce texte dispose que « *Les États membres s'assurent également que l'émetteur ne combine pas, d'une manière susceptible d'induire en erreur, la fourniture d'informations privilégiées au public et le marketing de ses activités* » (art. 2, 1., al. 3 de la directive 2003/124/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 70-72).

[1000] Recommandation n° 3, alinéa 2 de la charte élaborée par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) publiée en avril 2003 : « *Le choix et la présentation des informations communiquées doivent permettre la diffusion de données conformes à la situation de l'entreprise. Les informations doivent être présentées de manière homogène au cours des exercices distincts et tout changement majeur et significatif doit être explicité et rendu intelligible* ».

[1001] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 100 ; Pierre CLERMONTEL, *ibid*.

200. L'évaluation de la sincérité de l'information par l'Autorité des marchés financiers et la Consob : La sensibilité de l'information est appréciée de façon à la fois objective et globale. Ainsi, peu importe la qualité ou l'identité de l'auteur de l'annonce diffusé, son contenu doit être conforme à l'ensemble des données disponibles au moment où la communication survient[1002]. Par ailleurs, la sincérité ne concerne pas une information isolée, mais bien l'ensemble d'un communiqué. Autrement dit, les autorités de surveillance des marchés ne vérifient pas si une indication est en elle-même sincère. Elles s'assurent que cette dernière, combinée aux autres informations disponibles soit au sein d'un même communiqué soit en dehors de celui-ci, donne une image fidèle de la réalité qu'elle reflète, et permet à l'ensemble des opérateurs de se représenter correctement la situation concernée par la diffusion[1003]. L'appréciation globale de la sincérité assure une autonomie à ce caractère de la communication financière. L'exactitude implique elle aussi une exhaustivité et une présentation objective de l'information ; par conséquent, si la sincérité se rapportait à une seule donnée prise en tant que telle, elle constituerait un doublon avec la première exigence de l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers[1004].

201. Conclusion relative à l'information exacte, précise et sincère : Les dispositions applicables à l'information financière et relatives aux qualités dont celle-ci doit disposer sont très strictes de par les exigences qu'elles contiennent. De ce fait, il devient difficile pour les émetteurs et leurs dirigeants de répondre continuellement et de façon parfaite à ces impératifs. Cela est d'autant plus vrai pour les données prospectives, qui par nature constituent des hypothèses, pour lesquelles le degré de fiabilité requis demeure pourtant très élevé. Ce sont d'ailleurs souvent de telles informations qui conduisent les autorités de surveillance des marchés à prononcer des sanctions au titre de la diffusion d'informations inexactes ou trompeuses, les dirigeants ayant parfois tendance à montrer un optimisme excessif quant à l'évolution de la situation économique et financière de leur société[1005]. Ces complications ne seront pas sans incidence sur la qualification de

---

[1002] Pierre CLERMONTEL, *op. cit.*, p. 90.

[1003] CA Paris, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, *Soulier et autres c. S.A. Flammarion et autres* ; *Bull. Joly Bourse* 1er janv. 2004, n° 1, p. 43, note Eric DEZEUZE ; *Bull. Joly Sociétés*, n° 1, p. 84, 1er janv. 2004, note Jean-Jacques DAIGRE ; *JCP E* 6 mai 2004, n° 19, jurisp. 695, note Geoffroy DE VRIES ; *RTD com.* 15 mars 2004, n° 1, pp. 132-135, note Nicolas RONTCHEVSKY.

[1004] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 100.

[1005] Pierre CLERMONTEL, *op. cit.*, p. 97.

manquement administratif ou de délit pénal de la conduite litigieuse ; elles pourront même expliquer l'exclusion des poursuites pénales dans quelques hypothèses de communication de renseignements erronés ou mensongers. Toutefois, les émetteurs et les dirigeants ne sont pas les seuls destinataires des impératifs liés à la qualité de l'information financière. Il en est de même pour certaines autres catégories de professionnels.

Section 2. La règlementation inégale de l'activité de diffusion de l'information financière des autres intervenants

202. Les autres professionnels concernés par les règles de diffusion de l'information financière : Des personnes autres que les dirigeants des sociétés peuvent être amenées à s'exprimer sur l'évolution de la situation de l'émetteur ou des instruments financiers qu'ils diffusent. Ce sont les individus qui peuvent être regroupés au sein de la catégorie des « prescripteurs » selon l'expression utilisée par Jean-Yves LEGER[1006]. Cette catégorie de professionnels regroupe les journalistes, les analystes financiers, les agences de notation d'instruments financiers et entreprise, et plus généralement, toutes les personnes qui effectuent des recherches en investissement ou des analyses financières. Ces deux activités sont définies par leur objet dans le Code monétaire et financier à l'article L. 544-1, lequel dispose que « *Au sens de la présente section et du 4 de l'article L. 321-2, on entend par « recherche en investissements » ou « analyse financière » des travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public et pour lesquels les conditions suivantes sont remplies : 1° Ces travaux ou informations sont désignés ou décrits par l'expression : "recherche en investissements" ou : "analyse financière", ou sont autrement présentés comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation ; 2° Ils ne sont pas assimilables à la fourniture de conseils en investissement ; 3° Ils sont effectués conformément aux dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers* ». Cette définition est particulièrement proche de celle attribuée à la notion de

[1006] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 44.

« *raccomandazioni* » par l'article 65, al. 2, a) du règlement « Émetteurs »[1007]. Elle complétée par la description du sens à donner à l'expression « *recherches ou autres informations qui tendent à recommander ou à proposer une stratégie d'investissement* »[1008] utilisée dans la définition reproduite ci-dessus. Celles-ci représentent soit des « *informations élaborées par une entreprise d'investissement, par un établissement de crédit, par des sujets dont l'activité principale consiste dans l'élaboration de recommandations, ou encore par leurs employés ou collaborateurs, et accompagnées, directement ou indirectement, d'une recommandation d'investissement déterminée relative à un instrument financier ou à un émetteur* »[1009], soit des « *informations élaborées par des sujets autres que ceux mentionnés à l'alinéa précédent et qui tendent à recommander directement une recommandation d'investissement déterminée relative à un instrument financier* »[1010].

Chacune des professions concernées par les dispositions se voit appliquer des règles particulières régissant leur activité. Seront étudiées tour à tour l'activité des analystes financiers (Paragraphe 1), des journalistes (Paragraphe 2), des sponsors (Paragraphe 3) et des agences de notation (Paragraphe 4).

Paragraphe 1. Le régime des analystes financiers

[1007] L'article dispose que les « recommandations » correspondent à des « *recherches ou autres informations, destinées aux canaux de distribution ou au public, qui tendent à recommander ou à proposer, de manière explicite ou implicite, une stratégie d'investissement relative à un ou plusieurs instruments financiers mentionnés à l'article 180, alinéa 1er, a) du texte unique [en matière d'intermédiation financière], ou aux émetteurs de tels instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments* » ; texte original : « *ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito ad uno o a più strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), del Testo unico o a emittenti di tali strumenti finanziari, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti* » (art. 65, al. 2, *a*), Règlement « Émetteurs »).

[1008] Texte original : « *ricerche o altre informazioni intese a raccomandare o a proporre una strategia di investimento* » (art. 65, al. 2, *b*), Règlement « Émetteurs »).

[1009] Texte original : « *informazioni elaborate da un analista finanziario indipendente, da un'impresa di investimento, da un ente creditizio, da soggetti la cui principale attività consiste nell'elaborazione di raccomandazioni ovvero da loro dipendenti o collaboratori, con cui, direttamente o indirettamente, viene formulata una particolare raccomandazione di investimento in merito ad uno strumento finanziario o ad un emittente strumenti finanziari* » (art. 65, al. 2, *b*), TUF).

[1010] Texte original : « *informazioni elaborate da soggetti diversi dai soggetti di cui al precedente alinea intese a raccomandare direttamente una particolare decisione di investimento in uno strumento finanziario* » (art. 65, al. 2, *b*), TUF).

203. Les missions des analystes financiers : Selon la définition de Jean-Christophe VIDAL et de Pierre MUDET, « L'analyste financier est un spécialiste de l'évaluation des titres émis par les émetteurs, dans une optique de sélection, c'est-à-dire dans le cadre du conseil en investissement financier »[1011]. Autrement dit, s'agit d'un professionnel qui propose une stratégie d'achat, de vente ou neutre, c'est-à-dire n'impliquant aucune transaction, au regard de l'ensemble des informations disponibles sur le marché[1012]. Ils possèdent dont un rôle fondamental en matière d'information financière[1013], même s'ils émettent une opinion personnelle résultant de recherches et d'études approfondies. Il existe deux types d'analystes financiers. D'une part, les analystes « *sell-side* » exercent pour le compte des vendeurs des sociétés d'intermédiation boursière et tentent de convaincre les investisseurs que les recommandations qu'ils formulent sont pertinentes, dans le but que ceux-ci accomplissent des opérations sur le marché ; il constitue en quelque sorte l'appât des prestataires de service d'investissement qui diffuse leurs analyses. D'autre part, les analystes « *buy-side* » travaille au service d'un investisseur institutionnel pour lesquels il centralise en interne l'ensemble des informations, y compris les études fournies par le premier type d'analystes, et pour l'aider à s'assurer un investissement optimal[1014]. Ils peuvent donc être qualifiés d'« *opinion maker* »[1015], en ce sens qu'ils éclairent les opérateurs en les aidant à repérer les informations pertinentes à leur prise de décision, et à en tirer des conclusions sur la transaction à accomplir ou à écarter.

[1011] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 224.

[1012] V. en ce sens Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 477 ; Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB – Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore 1998, p. 622.

[1013] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, pp. 38-39 ; Judith ASSOULY, *Morale ou finance ? La déontologie dans les pratiques financières*, SciencesPo. Les Presses, Coll. « Nouveaux débats », 2013, p. 31.

[1014] Sur les diverses catégories d'analystes et les différents types d'études produites, l'Autorité des marchés financiers a rappelé dans sa recommandation n° 2007-12 du 18 mai 2007, relative à la « production d'analyses indépendantes lors des opérations financières de taille significative et destinées au public d'épargnants individuels », qu'« *il est utile et sain pour la bonne information du marché que des avis et appréciations indépendants portant sur les risques et les perspectives d'une entreprise se confrontent préalablement à une opération* ».

[1015] Tommaso DE VITIS, *ibid*.

Néanmoins, avant toute autre chose, les analystes financiers constituent les « interprètes » des messages communiqués par les émetteurs, en ce sens que l'une de leurs missions fondamentales consiste à expliquer de façon pédagogique les informations publiées par ces derniers[1016]. Cette fonction a été mise en lumière par Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE dans leur ouvrage *Analyse de l'information financière*, où ils expliquaient que « Le rôle des analystes financiers est bien d'être une interface informationnelle entre l'entreprise et les investisseurs, et donc de transformer l'information valorisation »[1017]. Par conséquent, ils recensent tous les renseignements disponibles à l'égard d'une société et aux instruments financiers qu'elle diffuse, et partant, ils essaient d'interpréter les événements qui ont affecté l'activité ainsi que le patrimoine de cette dernière, mais également d'en trouver les causes, et le cas échéant, de formuler des prévisions ou des estimations au sens précédemment défini. Le rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT avait mis l'accent sur cette fonction des analystes d'élaboration des données prospectives[1018]. Pour ce faire, ils se fondent sur les indications fournies par les émetteurs, ainsi que sur l'observation de phénomènes extérieurs à l'entreprise, tels que la situation économique générale, l'environnement concurrentiel de la société, l'état de l'offre et de la demande dans son domaine d'activité, etc[1019]. Les analystes financiers sont donc des professionnels qui décrivent, justifient, interprètent et anticipent l'évolution de la situation des émetteurs et des leurs instruments financiers.

[1016] V. en ce sens Jean-Yves LEGER qui décrit les différentes missions des analystes financiers : « La mission de l'analyste financier boursier est triple : obtenir l'information à partir de toutes les sources disponibles internes et externes à l'entreprise, analyser les sociétés, en particulier la stratégie, l'environnement économique et concurrentiel, les hommes, les comptes et les perspectives et donner un conseil boursier, idéalement tranché, à la fin de son étude. Rechercher, analyser et conseiller constituent donc les trois fonctions de l'analyste financier orienté vers la Bourse », *in La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 48.

[1017] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 25.

[1018] Introduction, § 2.6, p. 6 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[1019] Jean-Yves LEGER, *op. cit.*, p. 45. Le rapport du groupe de travail ci-dessus mentionné ajoute comme variables le cours des matières premières et des devises et la sensibilité de l'émetteur aux différentes circonstances qui lui sont externes.

204. Les textes européens applicables à l'activité des analystes financiers : À l'image de tout ce qui concerne les différents mécanismes et activités en lien avec l'information financière, l'activité des analystes financiers est régie par une multitude de normes variées dispersées qui regroupent à la fois les textes européens, les lois nationales et les règlements élaborés par les autorités de surveillance des marchés. Au niveau supranational, l'article 6, § 5 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 dite « abus de marché » disposait que « *Les États membres s'assurent qu'il existe une règlementation appropriée pour garantir que les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers ou les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, destinés aux canaux de distribution ou au public,* ***veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière équitable et mentionnent leurs intérêts ou l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information*** »[1020]. Cette disposition était complétée par le quatrième considérant d'une seconde directive, qui assurait la mise en œuvre de la première, considérant qui précisait que « *Les recommandations d'investissement qui constituent un fondement possible pour des décisions en la matière doivent être produites et diffusées* ***avec la plus grande diligence afin d'éviter d'induire en erreur les participants au marché*** »[1021]. La lecture de ces dispositions permet de retrouver toutes les qualités qui sont censées caractériser l'information financière diffusée par l'émetteur, à savoir l'exhaustivité, l'exactitude et l'univocité. La révélation des éventuels conflits d'intérêts, entre l'analyste qui produit une recommandation et l'émetteur ou les instruments financiers que celle-ci concerne, participe de la sincérité des recommandations d'investissement et de l'analyse financière. Des obligations similaires ont été à nouveau insérées dans l'article 20[1022] du très récent règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril

[1020] Mis en gras par nous. Art. 6, § 5 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[1021] Mis en gras par nous. Considérant 4 de la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 73 -77.

[1022] L'article 20 de ce règlement consacré à la diffusion et à la publication de recommandations d'investissement et de statistiques prévoit que « *1. Les personnes qui produisent ou diffusent des recommandations ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement*

2014[1023]. Là encore, l'objectif des instances communautaires d'assurer la transparence des marchés financiers, par le biais d'une information vraie et non trompeuse, ressort clairement. La règlementation produite en ce sens ne cesse de s'étoffer comme le montrent les nombreuses normes étatiques prises dans chacun des États membres de l'Union européenne, souvent harmonisées entre elles aux plus haut point.

205. La convergence parfaite des normes nationales encadrant l'activité des analystes financiers : En France, les analystes financiers sont soumis au contrôle de l'Autorité des marchés financiers, qu'ils soient liés[1024] ou non[1025] à un prestataire de service d'investissement ou à un organisme de placement collectif en valeurs mobilières. Il revient d'ailleurs à cet organe de former les règles applicables aux personnes « *qui produisent et diffusent des analyses financières* »[1026] ou encore « *qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche ou qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement concernant des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1, à l'intention de canaux de distribution ou du public* »[1027], afin de prévenir les conflits d'intérêts qui pourraient éventuellement exister entre le professionnel et l'émetteur ou les instruments financiers concernés par les études ou avis que celui-ci publie. En Italie, le texte unique en matière d'intermédiation financière vise des personnes similaires puisqu'il s'applique aux « *sujets qui produisent ou diffusent des recherches et des estimations, à l'exclusion des agences de notation, ayant*

---

veillent, avec une diligence raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière objective et à ce qu'il soit fait mention de leurs intérêts ou de l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapportent ces informations.

2. Les institutions publiques diffusant des statistiques ou des prévisions susceptibles d'influencer de façon sensible les marchés financiers diffusent celles-ci de manière objective et transparente.

3. Afin d'assurer une harmonisation cohérente du présent article, l'AEMF élabore des projets de normes techniques de réglementation visant à définir les modalités techniques permettant d'assurer, pour les catégories de personnes visées au paragraphe 1, la présentation objective de recommandations d'investissement ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts ».

[1023] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[1024] Art. L. 621-9, II, 1°, 7° et 11°, C. mon. fin.

[1025] Art. L. 621-7, VIII, C. mon. fin.

[1026] Art. L. 621-9, II, 1°, 7° et 11°, C. mon. fin. et Art. L. 621-7, VIII, C. mon. fin.

[1027] Art. L. 621-7, IX, C. mon. fin.

trait aux instruments financiers [admis à la négociation sur un marché règlementé italien ou d'un État membre de l'Union européenne, ou sur un système multilatéral de négociations dans ces mêmes États, ou encore pour lesquels une requête d'admission à la négociation de telles plates-formes a été demandée], *ou aux émetteurs de tels instruments, mais également aux sujets qui produisent et diffusent d'autres informations qui recommandent ou proposent des stratégies d'investissement destinées aux canaux de distribution ou au public* »[1028]. Sont également visées « *les institutions qui diffusent au public des données et statistiques susceptibles d'influencer sensiblement le cours des instruments financiers* » à peine mentionnés[1029].

Sont concernés par les normes sur le point d'être étudiées tant les analystes qui collaborent avec des prestataires de service d'investissement, que ceux qui ne relèvent pas de tels établissements[1030]. Pour ces derniers, les dispositions concernant la première catégorie d'analystes sont également applicables du fait d'un renvoi opéré par l'article 327-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers aux normes relatives aux analystes liés à un prestataire de service d'investissement[1031]. D'autres textes leur sont propres. Toutes ces règles sont applicables aux analyses diffusées par le prestataire de service d'investissement ou l'analyste, même lorsqu'elles sont produites par un tiers[1032]. Dans ce cas, les analyses publiées doivent indiquer l'identité de l'auteur

---

[1028] Texte original : « *I soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico* » (art. 114, al. 8, TUF).

[1029] Texte original : « *Le istituzioni che diffondono al pubblico dati o statistiche idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a)* » (art. 114, al. 11, TUF).

[1030] Art. 327-1 RG AMF.

[1031] L'Autorité des marchés financiers a confirmé cette application équivalente des règles dans la position-recommandation n° 2013-25 du 3 déc. 2013, dite « Guide relatif à l'analyse financière », en son § 6, p. 19. Ce texte précise en effet que « *Les analystes financiers qui ne relèvent pas d'un PSI ont le plus souvent un statut de CIF « conseiller en investissement financier », et dans ce cadre adhèrent à une association agréée par l'AMF. Les CIF qui exercent une activité d'analyse financière sont également concernés par les dispositions du règlement général de l'AMF spécifiques à l'analyse financière ne relevant pas d'un PSI, notamment concernant les dispositions sur les transactions personnelles* ».

[1032] Art. 315-12 RG AMF pour les analystes relevant d'un prestataire de service d'investissement et article 327-19 du même texte pour les producteurs de recommandations qui ne sont pas liés aux prestataires de service d'investissement.

Art. 69-*sexies*, Règlement « Émetteurs » pour la réglementation italienne.

des analyses[1033]. Toutes ces personnes sont donc soumises à des règles de diverses natures : certaines assurent l'indépendance et l'objectivité des analytes (A), d'autres regardent la manière dont doivent être présentées les études qu'ils rédigent (B), d'autres encore ont trait à la conservation dans le but d'un éventuel contrôle *a posteriori* de ces analyses (C)[1034].

A- Les règles assurant l'indépendance et l'objectivité des analystes

206. Les conditions tenant à l'identification des personnes à l'origine de l'analyse diffusée ou de la recommandation d'investissement : En premier lieu, la trasparence de l'analyse financière repose sur l'indication claire et précise de l'identité du prestataire d'investissement qui émet une recommandation d'investissement, ainsi que sur la désignation de l'autorité de surveillance au contrôle de laquelle il est soumis. Cette règle est posée par les règlementations française[1035] et italienne[1036]. Les précisions à donner concernent à la fois la personne physique auteur de la recommandation, mais également la personne morale à laquelle elle est rattachée et qui demeure responsable de la production de ladite recommandation.

En second lieu, tous les analystes financiers, qu'ils soient en lien de collaboration ou non avec un prestataire de service d'investissement, doivent indiquer les sources qui leur fournissent les informations sur la base desquelles ils fondent leurs analyses et leurs

---

[1033] Art. 315-13 RG AMF pour les analystes relevant d'un prestataire de service d'investissement et article 327-2 par renvoi à ce même article pour les producteurs de recommandations qui ne sont pas liés aux prestataires de service d'investissement.

Art. 69-*sexies*, al. 1er, Règlement « Émetteurs ».

[1034] Les analystes financiers sont également soumis à des codes de conduite et des chartes éthiques qui prennent les règles détaillées dans les règlements des autorités de surveillance des marchés (art. 327-6 RG AMF pour les producteurs de recommandations non liés aux prestataires de service d'investissement et art. 69, Règlement « Émetteurs »). D'ailleurs, les recommandations d'investissement et analyses financières émises par ces personnes doivent explicitement faire référence aux procédures de contrôle et aux codes des conduites auxquels sont soumis les analystes (art. 327-3, RG AMF).

A titre d'exemple, cf. la Charte élaborée par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) publiée en avril 2003.

[1035] Art. 315-2, RG AMF.

[1036] Art. 69, Règlement « Émetteurs ».

conseils[1037]. De plus, en cas de doute sur la crédibilité de ces personnes ou sur la vraisemblance de leurs déclarations, les analystes doivent indiquer explicitement leurs doutes sur la fiabilité des indications qui fondent leurs études[1038]. L'ensemble de ces informations doit figurer dans la recommandation même si c'est l'émetteur lui-même ou ses dirigeants qui ont renseigné les analystes. Ces mêmes règles ont été insérées au sein de la charte publiée en avril 2003 par la Société Française des Analystes Financiers et par le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France[1039]. Par conséquent, étant donné le degré de diligence auxquels les analystes sont contraints, une communication directe avec l'émetteur présente indiscutablement un avantage important, puisqu'ainsi ils se trouvent au plus près de la source d'information. C'est pourquoi ils attendent beaucoup des sociétés[1040] ; c'est également la raison pour laquelle ces dernières organisent fréquemment des réunions destinées aux seuls analystes. La seule difficulté pourrait toutefois les idées dans l'optimisme excessif qui peut parfois animer des dirigeants de l'entreprise.

Toutes ces règles destinées à garantir une information de qualité, exacte et sincère. Il en est de même pour les textes finalisés à empêcher ou à limiter les conflits d'intérêts.

207. Les dispositions qui tendent à prévenir les conflits d'intérêts : L'article 315-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers introduit le paragraphe relatif aux recommandations d'investissement par la règle suivante « *La recommandation d'investissement est élaborée avec probité, équité et impartialité* ». Ainsi, les analystes

---

[1037] Art. 315-3, 4° RG AMF pour les dispositions françaises relatives aux prestataires d'investissement et aux analystes financiers qui leur sont liés, et art. 327-2 par renvoi au premier texte pour la seconde catégorie d'analystes.

Pour l'Italie, article 69-*bis*, al. 1er, *b*), Règlement « Émetteurs » pour les analystes liés à un prestataire de service d'investissement et art. 69-*ter*, al. 1, *a*), Règlement « Émetteurs » pour les analystes indépendants.

[1038] Pour la France, art. 315-3, 2°, RG AMF ; pour l'Italie, mêmes articles.

Sur l'influence de la personne à l'origine de l'information, voir Gilberto GABRIELLI qui explique que l'émetteur qui a réalisé « des promesses non tenues » (texte original : « ***promesse non mantenute*** ») ou « des opérations jugées préjudiciables pour les intérêts des actionnaires minoritaires » (texte original : « ***operazioni giudicate lesive degli interessi delle minoranze azionarie*** ») constituent « des circonstances pesantes qui peuvent affaiblir la crédibilité même de la source auprès du public » (texte original : « ***un pesante condizionamento che può minare la stessa credibilità della fonte presso il pubblico*** »).

[1039] L'alinéa 3 de la recommandation n° 5 de la charte ci-dessus mentionnée prévoit que « *Les analystes financiers doivent pouvoir justifier du sérieux de leur source et des raisonnements présentés par eux sous leur responsabilité et en particulier de la méthodologie qui fonde leurs conclusions* ».

[1040] V. en ce sens Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 86.

financiers doivent exercer avec honnêteté, loyauté et sincérité ; autrement dit, ils sont contraints de révéler au public les circonstances qui pourraient influer sur leur objectivité[1041]. Ce principe a été décliné au sein de plusieurs règles formulées par les autorités de surveillance des marchés.

L'article 327-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers énumère un certain nombre de conditions dans lesquelles l'analyste, lorsqu'il n'est pas lié à un prestataire de service d'investissement, est présumé indépendant de l'émetteur qu'il évalue. Il s'agit principalement d'hypothèses dans lesquelles l'un et l'autre ne sont pas liés juridiquement entre eux. Cela est également le cas lorsque l'analyste ne détient aucune participation au capital de l'émetteur et inversement, ou quand l'analyste ne participe pas de façon significative au capital d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement et que ces derniers ne possèdent pas, directement ou indirectement, plus d'un tiers de son capital. Toutefois, les analystes ne se trouvent pas toujours dans cette situation idéale d'indépendance. C'est pourquoi il existe des règles destinées à éviter que l'objectivité de l'analyste financier soit altérée. L'Autorité des marchés financiers considère que « *les conflits d'intérêts concernent toute relation significative entre l'analyste ou le [prestataire de service d'investissement] et la société cotée suivie* »[1042].

En premier lieu, les analystes ne peuvent procéder à des transactions personnelles, pour leur propre compte ou au nom de leurs proches, dès lors qu'ils possèdent une information privilégiée, ou lorsque cette transaction conduirait à l'existence d'un conflit d'intérêts, au motif notamment que l'évaluation de l'analyste porte sur l'émetteur, sur ses instruments financiers ou sur des titres qui leur sont liés, dès lors que ces derniers constituent l'objet de l'opération boursière[1043]. Les mêmes obligations pèsent sur les analystes qui relèvent d'un prestataire de service d'investissement[1044]. L'Autorité des marchés financiers a récemment durci sa position sur ce point dans sa recommandation

---

[1041] Judith ASSOULY, *Morale ou finance ? La déontologie dans les pratiques financières*, SciencesPo. Les Presses, Coll. « Nouveaux débats », 2013, p. 32.

[1042] § 5.3.1, p. 11 de la recommandation n° 2013-25 du 3 déc. 2013, dite « Guide relatif à l'analyse financière ».

[1043] Art. 327-2-1, RG AMF. Par ailleurs, l'article 327-2 du même texte renvoie aux articles 313-9, 313-10, 313-11 et 313-12, applicables aux analystes liés à un prestataire de service d'investissement. La référence contenue dans cet article créé donc un doublon, puisque ces quatre articles posent des règles très proches de celles mentionnées à l'article 327-2-1 du règlement.

[1044] Art. 313-9, 313-10, 313-11 et 313-12, RG AMF.

n° 2013-25 du 3 décembre 2013 ; le paragraphe 3.2 de ce texte précise en effet que « *L'AMF recommande que, les établissements mettent en place des dispositifs internes interdisant aux analystes la détention de titres cotés autrement que dans le cadre d'un instrument de placement collectif ou dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire. Les mêmes modalités doivent s'appliquer aux titres cotés détenus préalablement à leur entrée en fonction par les analystes* »[1045].

En second lieu, les prestataires de service d'investissement doivent concevoir une structure organisationnelle destinée à prévenir les conflits d'intérêts. Celle-ci peut se traduire notamment par l'institution de « barrière d'information », dont la finalité est d'empêcher une circulation inutile des informations privilégiées qui doivent rester confidentielles. En outre, ces établissements sont également soumis à la mise en place de modalités administratives dans le même but. Cela peut passer, par exemple, par la déclaration des analystes de tous les liens qu'ils entretiennent, directement ou indirectement avec un émetteur, qu'ils soient juridiques ou qu'ils découlent de la participation de l'analyste au capital de ce dernier. Sur ce point, l'article 315-8 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers[1046] et l'article 69-*quinquies*, alinéa 2, *a*) du texte unique en matière d'intermédiation financière précisent que les recommandations d'investissement doivent contenir la description des mesures organisationnelles et administratives prises par les prestataires de service d'investissement pour prévenir des conflits d'intérêts et d'utilisation d'informations privilégiées par les analystes.

208. Les textes imposant le signalement des conflits d'intérêts : Si malgré l'ensemble de ces précautions, l'analyste financier relevant d'un prestataire de service d'investissement reste lié à un émetteur, soit directement soit par l'intermédiaire des relations qui existent entre le prestataire auquel il est rattaché et l'émetteur évalué, les analyses et recommandations d'investissement formulées doivent clairement faire apparaître l'existence de ce conflit d'intérêts[1047]. De façon plus précise, la Consob

[1045] § 3.2, p. 11 de la recommandation n° 2013-25 du 3 déc. 2013 précitée.

[1046] L'article 327-2 du règlement général renvoie à l'article 315-8 du même texte pour étendre ces obligations aux structures qui accueillent les analystes financiers qui ne relèvent pas des prestataires de service d'investissement.

[1047] En France, art. 315-6 et 315-7 RG AMF pour les analystes relevant d'un prestataire de service d'investissement et art. 327-2 par renvoi à ces articles pour les producteurs de recommandations non liés aux prestataires de service d'investissement.

explique que les études diffusées par les analystes doivent mentionner le fait que ce dernier, ou que la personne morale par laquelle il est employé, détient au moins 2 % du capital de l'émetteur concerné par lesdites études ou du capital des personnes morales qui lui sont liées[1048]. Le même impératif s'applique lorsque c'est l'émetteur qui possède une fraction similaire du capital de la personne morale pour le compte de laquelle l'analyste diffuse les recommandations d'investissement[1049]. Pour l'Autorité des marchés financiers, le seuil de participation significatif à partir duquel il est possible de considérer qu'un conflit d'intérêts survient s'élève à 5 % du capital soit de l'émetteur, soit de l'établissement qui emploie l'analyste financier suivant l'origine de son détenteur[1050].

La Consob ajoute également que les intérêts ou conflits d'intérêts visés par l'article 69-*quater* du règlement « Émetteurs », et qui doivent être signalés de façon explicite au sein des recommandations d'investissement, correspondent à des hypothèses dans lesquelles l'analyste financier lui-même, ou d'autres personnes travaillant pour la personne morale qui l'emploie, sont membres des organes sociaux de l'émetteur auxquels ils sont liés par un contrat de travail. La même règle vaut dans le sens inverse, c'est-à-dire lorsque l'un des salariés de l'émetteur appartient à des organes dirigeants de la personne morale pour le compte de laquelle l'analyste financier exerce. Enfin, les analyses financières ou recommandations d'investissement doivent mentionner le conflit d'intérêts qui existe lorsque certains des membres du conseil d'administration de l'émetteur sont aussi membres de celui de la personne morale responsable de l'étude produite relativement à cet émetteur[1051]. L'Autorité des marchés financiers demeure moins précise que son homologue italien en visant « *les situations où les interactions entre l'établissement, l'analyste financier et l'émetteur génèrent de très nombreux conflits d'intérêts* »[1052]. Elle ajoute toutefois que les indications générales relatives aux conflits d'intérêts ne sont pas suffisantes ; les analystes doivent indiquer de façon appropriée

---

En Italie, art. 69-*quater* et 69-*quinquies*, al. 1er, Règlement « Émetteurs ».

[1048] Art. 69-*quinquies*, Règlement « Émetteurs ».

[1049] Même article.

[1050] Art. 315-7, 1°, *a*) et *b*) RG AMF.

[1051] Art. 69-*quater*, Règlement « Émetteurs », complété par le § 81 de la comunicazione Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, sull'« Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato. Racommandazioni e chiarimenti ».

[1052] § 5.3.2, al. 6 de la recommandation n° 2013-25 du 3 déc. 2013, dite « Guide relatif à l'analyse financière ».

comment la situation en cause est susceptible d'altérer le jugement qu'il émet à propos de l'émetteur ou les instruments financiers qu'il évalue[1053]. Par ailleurs, ils doivent communiquer au public l'ensemble des éléments susceptibles de remettre en cause leur objectivité[1054].

209. La finalité des règles relatives aux conflits d'intérêts : Si les autorités européennes et nationales attachent tant d'importance à l'exposition aux différents investisseurs des conflits d'intérêts qui pourraient impliquer l'émetteur et les auteurs d'analyses financières ou de recommandations d'investissement, c'est une fois encore pour garantir une information de qualité. Il convient de rappeler ici que l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers exige que l'émetteur diffuse une information « *exacte, précise et sincère* ». Cependant une telle règle ne peut à elle seule éradiquer toutes les communications fausses ou trompeuses susceptibles de circuler au sein des marchés. C'est pourquoi il était absolument nécessaire que les activités des analystes financiers soient également encadrées, dans le but d'étendre cette exigence d'exactitude et de sincérité à l'ensemble des personnes produisant de l'information. Ainsi, en indiquant les intérêts et les liens qui les unissent à l'émetteur, les analystes se montrent loyaux envers le public, en les avertissant que les avis qu'ils diffusent puissent ne pas être revêtus d'une objectivité totale, et contribuent de ce fait au fonctionnement transparent des marchés financiers[1055].

B- Les normes relatives à la présentation des analyses financières

210. Les qualités des recommandations d'investissement : En vertu de l'article 315-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les analystes financiers doivent formuler des recommandations d'investissement « *présentée[s] de façon claire et*

[1053] § 5.3.2, al. 5 de la recommandation n° 2013-25 du 3 déc. 2013 précitée.

[1054] Art. 315-5 RG AMF, pour les analystes qui collaborent avec un prestataire de service d'investissement, et art. 327-2 par renvoi au premier texte pour les producteurs de recommandations qui ne leur sont pas liés.

[1055] V. en ce sens Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 39.

précise »[1056]. L'exigence de précision était déjà présente dans les dispositions relatives à l'information financière diffusée par les émetteurs. Quant à la clarté, il est possible de la rattacher à l'exactitude et à la sincérité au sens précédemment défini, puisqu'une information claire peut s'entendre d'une information compréhensible et exhaustive, c'est-à-dire contenant tous les éléments pertinents pour appréhender le sens à lui donner, et dont l'interprétation ne prête pas à confusion ; autrement dit, elle peut être considérée comme une information exacte et sincère. Cette interprétation peut être confirmée par deux des définitions mentionnées dans le dictionnaire en ligne Larousse qui explique que le terme « clair » signifie à la fois « **qui évoque ou manifeste la franchise, l'absence d'équivoque** » et « **qui est parfaitement intelligible, sans ambiguïté, qui se comprend aisément** […] »[1057]. Comme pour l'information financière, la recommandation d'investissement doit demeurer valide dans le temps, ce qui suppose une mise à jour perpétuelle[1058].

211. La distinction expresse des recommandations d'investissement et des informations prospectives : Une fois de plus, afin d'éviter la confusion dans l'esprit des investisseurs, et par là-même de lutter contre les communications fausses ou trompeuses, les analystes financiers, et plus généralement tous les individus qui proposent une stratégie d'achat, de vente ou de conservation de titres financiers, sont soumis à la nécessité de mentionner s'ils proposent une recommandation d'investissement ou s'ils formulent des estimations ou prévisions[1059]. Même si ces professionnels sont habilités à exercer ces deux types d'activités, ils ne doivent pas induire les opérateurs en erreur et par conséquent, il leur revient d'aviser le public de la nature du contenu des documents qu'ils diffusent. Par ailleurs, en cas de recommandations d'investissement, l'analyste doit indiquer le sens précis de cette dernière en précisant s'il conseille d'acheter, de vendre ou de conserver les titres

---

[1056] Cette règle vaut pour les analystes financiers relevant d'un prestataire de service d'investissement, mais elle est étendue à ceux qui ne sont pas liés à un tel établissement par le biais de l'article 327-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

[1057] Dictionnaire en ligne Larousse : http://www.larousse.fr, consulté le 30 juin 2015.

[1058] Art. 315-1, al. 3, RG AMF et art. 327-2 par renvoi au premier texte pour le France et art. 69-*ter*, al. 1er, *d*), Règlement « Émetteurs » pour l'Italie.

[1059] Art. 315-3, 1° RG AMF pour les analystes relevant d'un prestataire de service d'investissement, art. 327-2 par renvoi au premier texte pour ceux qui ne sont pas lié à un tel établissement et art. 69-*bis*, al. 1er, *a*) et *c*), Règlement « Émetteurs » pour les profesionnels italiens.

financiers objets de son évaluation[1060]. Enfin, il est aussi censé indiquer la méthode d'évaluation du titre financier qui l'incite à émettre une telle recommandation[1061], ce que recommande également la charte publiée en avril 2003 par la Société Française des Analystes Financiers et par le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France[1062].

212. Le moment du choix de la présentation de la recommandation d'investissement et des estimations aux prévisions : Cette question n'est pas traitée dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, ni dans le règlement « Émetteurs » du 14 mai 1999. Cependant, les professionnels de l'analyse financière se sont imposés eux-mêmes une règle particulière, contenue dans la charte précitée publiée en avril 2003 : « [Les analystes] *s'engagent à prendre en compte les contraintes des calendriers prévisionnels de publication* »[1063]. Autrement dit, ils doivent être certains de disposer de l'ensemble des informations fournies par l'émetteur pour pouvoir élaborer leurs propres prévisions ou estimations. Il leur est donc conseillé de ne pas diffuser d'informations prospectives, tant qu'ils ne sont pas à même de les fonder sur des hypothèses pertinentes.

Par ailleurs, l'organe français de surveillance des marchés a donné des précisions quant à la possibilité pour les analystes de diffuser un changement de recommandations en cours de séance boursière : elle restreint une telle faculté aux hypothèses dans lesquelles l'émetteur a lui-même publié une information importante, dans le sens où elle susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours des instruments financiers, ou lorsque une indication ayant trait au secteur d'activité dans lequel cet émetteur opère a été publiée[1064]. L'autorité des marchés financiers justifie sa position au motif que la diffusion de telles informations au cours d'une séance boursière possèdent un « *effet*

[1060] Même article, 6° pour la France ; art. 69-*ter* al. 1er, *c*), Règlement « Émetteurs » pour les analystes financiers italiens.

[1061] Art. 315-3, 5°, RG AMF et art. 327-2 par renvoi à ce texte pour la France ; art. 69-*ter*, al. 1, *b*), Règlement « Émetteurs ».

[1062] La recommandation n° 5, al. 3 de la charte du CLIFF et du SFAF d'avril 2003 dispose que « *Les analystes financiers doivent pouvoir justifier du sérieux de leur source et des raisonnements présentés par eux sous leur responsabilité et* ***en particulier de la méthodologie qui fonde leurs conclusions*** » (mis en gras par nous).

[1063] Principe n° 5 de la même charte.

[1064] § 5.1, p. 17, cas n° 3 intitulé « *diffusion d'un changement de recommandation en cours de séance* », de la recommandation 2013-25 du 3 déc. 2013, dite « Guide relatif à l'analyse financière ».

perturbateur » et qu'« *une publication en cours de séance d'un changement de recommandation ne permet pas aux investisseurs de prendre connaissance de l'information dans des conditions satisfaisantes, quand bien même l'établissement la rend accessible à l'ensemble de ses clients* »[1065]. Ce principe est directement en lien avec toutes les dispositions qui visent à réduire les situations d'asymétrie informationnelle, et contribue ainsi à la lutte contre l'exploitation de données privilégiées.

C- Les dispositions ayant trait à la conservation des analyses proposées

213. Les règles relatives à l'archivage des recommandations d'investissement : Chaque trimestre, les analystes financiers doivent publier un rapport dans lequel ils indiquent, de manière proportionnelle, le nombre de recommandations de natures différentes qu'ils ont émises : ainsi, ils mentionnent les pourcentages de conseils d'achat, de vente ou de conservation des titres financiers[1066]. Par ailleurs, ces professionnels sont invités à conserver pendant cinq ans l'ensemble des études et des recommandations qu'ils ont produites.

Un tel archivage permet aux investisseurs de comparer dans le temps les travaux des analystes et de vérifier la pertinence de ces derniers. De même, les autorités de surveillance des marchés peuvent exercer leur contrôle, pour traquer les éventuels données erronées ou trompeuses et pour s'assurer que les analystes ont respecté l'ensemble des règles précédemment énoncées[1067]. Elles se sont d'ailleurs arrogé le droit d'enjoindre aux analystes de leur démontrer que les recommandations formulées revêtent un « *caractère raisonnable au moment où elles sont produites* »[1068].

214. Conclusion quant aux dispositions régissant l'activité des analystes financiers : Les analystes financiers sont donc soumis à des règles en matière d'information financière comparables à celles qui pèsent sur les émetteurs, en ce sens

---

[1065] *Ibid*.

[1066] Art. 315-9 RG AMF, pour les analystes relevant d'un prestataire de service d'investissement et art. 327-2 par renvoi au premier texte pour les producteurs de recommandations qui ne sont pas liés aux prestataires de service d'investissement ; art. 69-*quinquies*, al. 2, *b*), Règlement « Émetteurs ».

[1067] Art. 327-5 RG AMF.

[1068] Art. 315-4 RG AMF et art. 69-*bis*, al. 3, Règlement « Émetteurs ».

qu'eux aussi doivent présenter des recommandations ou analyses claires et précises. Ce constat n'est pas étonnant puisque l'objectif poursuivi par les autorités européennes et nationales est de garantir un fonctionnement régulier des marchés financiers fondé sur la confiance des investisseurs, laquelle passe nécessairement par une communication financière exhaustive, claire et accessible à tous. D'ailleurs, fort logiquement, le délit d'informations fausses ou trompeuses, comme le manquement administratif correspondant, est applicable à « toute personne »[1069]. D'ailleurs, l'article L. 621-17-1 du Code monétaire et financier prévoit explicitement que « *les personnes produisant ou diffusant des recommandations d'investissement destinées au public dans le cadre de leurs activités professionnelles ou par les personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche ou qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement concernant [les instruments financiers admis aux négociations sur un marché règlementé], à l'intention de canaux de distribution ou du public* » sont susceptibles d'être sanctionnées de tout manquement aux règles qui leur sont applicables et précédemment énumérées, sur le fondement de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier qui attribue à l'Autorité des marchés financiers son pouvoir de sanction. Leur responsabilité est personnelle et l'émetteur ne peut se voir reprocher une quelconque faute s'il n'infirme pas les études et recommandations présentées par les analystes, sauf en cas de résultats prévisionnels largement inférieurs à ceux dégagés par le consensus de marché. La charte élaborée par la Société française des analystes financiers et du Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France confirment la personnalité de la responsabilité des analystes, puisqu'elle dispose dans l'alinéa 3 de sa deuxième recommandation, intitulée « *Responsabilité* », que « *L'opinion exprimée par les analystes sur les entreprises est de leur seule responsabilité* »[1070].

Ainsi, au vu des sanctions qu'ils encourent les analystes doivent se montrer prudents et respecter l'ensemble des règles qui pèsent sur eux en matière d'information financière, à l'image des journalistes.

Paragraphe 2. Le cadre légal de l'activité des journalistes

[1069] Art. L. 465-2, al. 2, C. mon. fin. et 632-1, RG AMF ; art. 185 et 187-*ter*, TUF.

[1070] Recommandation n° 2, al. 3 de la charte élaborée par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) publiée en avril 2003.

215. Les différents médias impliqués dans l'information économique et financière : Bien qu'Internet se soit développé de façon exponentielle depuis la fin des années 1990, la presse, et en particulier la presse économique, n'a pas perdu son rôle d'informateur à l'égard du public. Les sites Internet, les journaux quotidiens, hebdomadaires ou mensuels, nationaux ou étrangers, généralistes ou spécialisés en matière économique et financière, les animateurs de certaines radios, les chaînes de télé, etc., continuent de fournir des indications précieuses aux investisseurs[1071]. Les médias possèdent un rôle évident d'informateurs, puisqu'ils avisent le public de tout fait concernant les émetteurs ou leurs activités, susceptibles d'avoir une influence sur le cours des instruments financiers qu'ils diffusent. Mais ce n'est pas tout : comme les analystes financiers, peut-être de manière moins appronfondie, quoique cette affirmation puisse s'avérer discutable quant à la presse spécialisée, ils expliquent ces événements aux lecteurs parfois profanes et fournissent de temps à autres des conseils d'investissement[1072].

Alberto CRESPI estime que le rôle des médias va encore plus loin : en effet, selon cet auteur, ces professionnels contribuent à la moralisation des marchés financiers. Il considère que « La presse économique en général, et la presse spécialisée en particulier, représente au contraire l'outil le plus efficace pour mettre concrètement en marche le chantier de la moralisation des marchés financiers si souhaitée et pour laquelle on est tant stimulé »[1073]. Cette participation se traduit par le travail de recherche et de vérification qu'ils effectuent avant toute publication d'informations financières. Il exlique que les journalistes ne se limitent pas à diffuser de façon brute les renseignements qui leur sont donnés, mais qu'ils vérifient la véracité de leurs informations, s'assurent de la crédibilité de leurs sources et évaluent la pertinence de ces indications. Ce serait donc par l'intermédiaire de ce travail de contrôle que les médias favoriseraient eux aussi l'émission d'une information financière de qualité.

[1071] Parmi les différents médias impliqués dans la diffusion de l'information financière, il est possible de citer à titre d'exemples la chaîne de télévision LCI, la station de radio BFM, les journaux comme *La Tribune* et *Les Echos*, le *Wall Street Journal*.

[1072] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 46.

[1073] Texte original : « ***La stampa economica in generale, e quella di settore in particolare, rappresentano anzi lo strumento più efficace per dare concretamente avvio alla tanto sollecitata e auspicata opera di moralizzazione del mercato finanziario*** » *in* Alberto CRESPI, « Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 113-126, spéc. p. 126.

216. La nature principalement éthique des règles régissant l'activité des journalistes financiers : Les normes nationales qui encadrent les activités journalistiques sont directement issues de l'article 6, 5) de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1074] qui s'appliquait à l'ensemble des personnes qui « *qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers ou les personnes qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, destinés aux canaux de distribution ou au public* ». Ce texte prévoyait que ces professionnels devaient garantir le même niveau d'information à tous les investisseurs et présenter les informations qu'ils publiaient en toute objectivité et transparence, notamment par le biais de la mention des conflits d'intérêts qui les concernaient. Le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[1075] a précisé les conditions de diffusion de renseignements relatifs aux émetteurs et à leurs instruments financiers dans son article 21, spécifiquement consacré aux journalistes. La disposition précise que « […] *lorsque des informations sont divulguées ou diffusées et lorsque des recommandations sont produites ou diffusées à des fins journalistiques ou aux fins d'autres formes d'expression dans les médias, cette divulgation ou cette diffusion d'informations est appréciée en tenant compte* ***des règles régissant la liberté de la presse et la liberté d'expression dans les autres médias et des règles ou codes régissant la profession de journaliste*** »[1076]. Son contenu démontre donc que le respect des règles de qualité de l'information financière par les journalistes sera avant tout examiné au regard des normes éthiques et déontologiques de cette profession. Les textes nationaux confirment cette interprétation.

217. L'originalité de régime juridique des journalistes : Néanmoins, la situation juridique des journalistes diffusant des informations financières présente une singularité. Les règlementations nationales leur permettent de se soumettre directement aux règles déontologiques de la profession, en rejoignant un groupe dont

[1074] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[1075] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[1076] Mis en gras par nous.

l'activité est régie par des codes de conduite, ou de se conformer au régime général des autorités de surveillance des marchés, telles que l'Autorité des marchés financiers et la Consob. En tout état de cause, ces dernières évaluent elles aussi la qualité de l'information diffusée par ces professionnels au regard des mêmes règles déontologiques[1077]. La préférence pour l'un ou l'autre régime n'est pas sans conséquence sur la nature et la sévérité des sanctions encourues et les différences entre les deux situations sont très marquées (A), alors que substantiellement, qu'elles soient applicables de façon directe ou au travers le contrôle des autorités de marchés, les règles déontologiques possèdent des contenus fortement ressemblants, voire égaux (B).

A- La dualité du régime applicable aux journalistes diffusant le l'information financière

218. L'élaboration des règles déontologiques applicables aux journalistes soumis à l'autodiscipline : En vertu des articles L. 621-31 et L. 621-32 du Code monétaire et financiers, les journalistes qui sont employés par un ou plusieurs éditeurs de publication de presse, de services de radio, de services de communication au public en ligne ou par une ou plusieurs agences de presse sont soumis au code de conduite élaboré par l'association à laquelle a adhéré l'entreprise qui les emploie. Les codes de conduite représentent des normes déontologiques, en ce sens qu'ils représentent l'« ensemble des règles et devoirs qui régissent une profession »[1078] ; ils constituent également la traduction normative de principes éthiques, étant donné qu'ils regroupent au sein de ces textes, parmi d'autres règles, « l'ensemble des principes moraux qui sont à la base de la conduite »[1079] des journalistes. Il est possibile de citer, à titre d'exemple, le « Code de bonne conduite sur la production et la diffusion des recommandations d'investissement » de l'Association FIDEO pour la transparence de l'information financière créée en 2006[1080]. La qualité des publications émises dans le cadre d'activités journalistiques relève de la responsabilité du directeur de publication ou, à défaut, du

[1077] Art. 632-1, al. 4, RG AMF et art. 187-*ter*, al. 2, TUF.
[1078] Dictionnaire Larousse en ligne (http://www.larousse.fr), consulté le 26 juin 2015.
[1079] Dictionnaire Larousse en ligne (http://www.larousse.fr), consulté le 26 juin 2015.
[1080] Disponible en ligne sur le site : http://www.FIDEO-france.org/code-de-bonne-conduite-des-medias-sur-la-production-et-la-diffusion-des-recommandations-dinvestissement/

représentant légal de la personne moral qui emploie l'auteur de ces dernières[1081]. En Italie, le Conseil de l'ordre national des journalistes transmet lui-même à la Consob les « règles d'auto-discipline » de la profession, afin que cette dernière vérifie qu'elles sont conformité avec les principes qui régissent la diffusion de l'information financière[1082]. Ces normes relèvent expressément de la compétence en matière de déontologie de cette instance, comme l'indique la rubrique en-tête de la charte rédigée en la matière, intitulée « Charte des devoirs de l'information économique »[1083].

219. La compétence prévalente de l'association française et du Conseil national de l'Ordre des journalistes italien : Les poursuites exercées par l'association sont les seules susceptibles d'être exercées dès lors que les journalistes ont choisi de se soumettre à l'auto-règlementation, et non au régime général de l'Autorité des marchés financiers : l'article L. 621-31, alinéa 1er du Code monétaire et financier explique que les entreprises ci-dessus mentionnées et les journalistes qu'elles emploient ne sont pas soumis à l'article L. 621-17-1 du même code, qui assujettit au pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers qu'elle détient en vertu de l'article L. 621-15 de ce code toujours, les personnes qui diffusent des travaux d'analyse financière et des recommandations d'investissement à destination du public. De façon similaire, en Italie, pour les professionnels inscrits à l'Ordre national des journalistes[1084], les dispositions applicables diffèrent[1085] de celles auxquelles sont soumis les « *sujets qui produisent et diffusent des recherches et des évaluations, qui regardent [les instruments financiers admis aux négociations sur un marché règlementé italien ou d'un autre État membre de l'Union européenne ou pour lesquels une requête d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée], ou leurs émetteurs, ainsi que les sujets qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou proposant des stratégies d'investissement destinées aux canaux de distribution ou au public* »[1086]. Les journalistes italiens seront donc

[1081] Art. L. 621-32, al. 3, C. mon. fin.

[1082] Art. 69-*octies*, al. 1 et 2, Règlement « Émetteurs ».

[1083] « Carta dei doveri dell'informazione economica », Decisione CONG del 28 marzo 2007, disponible sur le site du Conseil de l'ordre national des journalistes : http://www.odg.it/content/carta-dei-doveri-dell-informazione-economica

[1084] Au sens de l'art. 1, al. 3 et 4 de la loi n° 69/1963 du 3 fév. 1963 précitée.

[1085] Art. 114, al. 10, TUF.

[1086] Texte original : « *i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti [gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a)], o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che*

sanctionnés par le Conseil de l'ordre national des journalistes en cas de manquement aux règles régissant la profession contenues dans la « Charte des devoirs de l'information économique » précitée. En revanche, la mise en œuvre des sanctions disciplinaires ne fait pas obstacle au déclenchement de poursuites pénales sur le fondement le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses[1087] lorsque celui-ci est caractérisé.

Par conséquent, l'Autorité des marchés financiers demeurera compétente pour les journalistes qui ont choisi de ne pas se soumettre à l'auto-règlementation et qui n'ont donc adhéré à aucune association ayant adopté un code de conduite. La Consob, de son côté, statuera sur les manquements des journalistes qui diffusent de l'information économique sans être inscrits au registre concernant les membres de cette profession. Toutefois, malgré ce retour de compétence aux autorités administratives, ces dernières doivent évaluer les manquements de diffusion d'informations inexactes ou mensongères des journalistes, à la lumière de « *la règlementation applicable à cette profession* »[1088], comme l'indiquent les articles 632-1, alinéa 4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 187-*ter*, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière. Ces normes sont directement issues de l'article 1er, 2), c) sur la définition des manipulations de marché de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1089]. Il existe néanmoins une exception au principe d'application des normes déontologiques qui régissent la profession, dans les hypothèses où les journalistes « *retirent, directement ou indirectement, un avantage ou un profit de la diffusion* » d'informations fausses ou trompeuses[1090]. Dans ce cas, l'Autorité des marchés financiers et la Consob abandonneront les règles applicables aux journalistes pour leurs propres critères de caractérisation des abus de marché.

---

raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico » (art. 114, al. 8, TUF).

[1087] Art. L. 465-2, al. 2, C. mon. fin. et 185, al. 1er, TUF.

[1088] Le texte italien utilise l'expression « *règles d'auto-discipline propres à cette profession* » ; texte original : « *norme di autoregolamentazione proprie di detta professione* » (art. 187-*ter*, al. 2, TUF).

[1089] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[1090] Art. 1er, 2), c) de la directive n° 2003/6/CE précitée, retranscrit dans les art. 632-1, al. 4, RG AMF et 187-t*er*, al. 2, TUF.

220. L'articulation entre la responsabilité de l'émetteur et celle du journaliste en matière d'information financière : À l'image de ce qui survient pour les analystes financiers, les journalistes – ou plutôt les directeurs de publication des entreprises pour lesquelles ils exercent – sont les seuls responsables des propos qu'ils diffusent, en ce sens qu'un émetteur ne peut se voir imputer un manquement à la bonne information du public, en cas de de diffusion d'informations mensongères ou tendancieuses le concernant lui ou ses instruments financiers. Cette règle constitue une simple application du principe de personnalité de la responsabilité administrative. Plusieurs décisions confirment l'applicabilité de ce principe devant l'Autorité des marchés financiers. D'ailleurs, la jurisprudence considère même qu'une société peut subir un préjudice du fait de la diffusion d'une information erronée par un journaliste : à titre d'exemple, la cour d'appel de Paris a pu décider que « le journaliste qui n'a pas procédé aux vérifications nécessaires avant de diffuser l'information critiquée, a commis une faute entraînant un dommage pour la demanderesse »[1091]. Aujourd'hui encore, une société cotée n'a pas l'obligation de démentir les renseignements faux répandus dans le public et qui la concernent. Elle n'est donc pas, en principe, responsable des propos tenus par les journalistes[1092].

Le tempérament à ce principe réside dans la participation de l'émetteur au manquement à la bonne information du publique. Dans une décision du 19 décembre 2006, l'Autorité des marchés financiers a décidé que « Considérant toutefois que si, de manière générale, l'émetteur n'a pas à rectifier les informations erronées diffusées dans la presse, en l'espèce, M. A avait, à la suite de la parution des indications aussi précises que mensongères **qu'il avait contribué à donner au marché**, l'impérieuse obligation de rétablir la vérité »[1093]. Dès lors qu'il est à l'origine de l'information erronée, notamment du fait de maladresse dans sa communication ou de mauvaise compréhension par les journalistes des renseignements qu'il a lui-même fournis, l'émetteur est susceptible de voir sa responsabilité engagée. De même, s'il choisit de procéder à la rectification de certaines déclarations le concernant, il doit surveiller toute l'information dont il est l'objet, afin de corriger toutes les éventuelles erreurs qu'elle

---

[1091] CA Paris, 11ème ch., 14 déc. 2005, *SA Sodexho Alliance c. X* ; *JCP E* 18 mai 2006, n° 20-21, comm. 1809, Alain VIANDIER.

[1092] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, pp. 237-238.

[1093] Déc. AMF, 19 déc. 2006, *M. G* ; *RTDF* oct. 2007, n° 3, p. 155, obs. E. DEZEUZE.

contient et ce, dans le but de conserver une ligne de communication cohérente dans le temps, et non susceptible d'induire les investisseurs en erreur[1094].

221. Les organes en charge de la sanction des journalistes : L'association visée aux articles L. 621-31 et L. 621-32 du Code monétaire et financier français réprime elle-même les manquements aux règles de bonne conduite des sociétés adhérentes ou des personnes responsables précédemment mentionnées, par le biais de sanctions disciplinaires telles que l'avertissement, le blâme, la diffusion d'un communiqué, ou encore, en cas de violations répétées des normes auxquelles il est soumis, l'exclusion temporaire ou définitive de l'un de ses adhérents[1095]. En Italie, l'initiative de la procédure disciplinaire à l'encontre des journalistes appartient soit au Conseil régional ou interrégional de discipline, soit au procureur général compétent[1096] et se déroule devant le Conseil régional de discipline. Les mesures susceptibles d'être mises en œuvre à l'encontre des professionnelles sont similaires à celles qui planent sur les journalistes français, puisqu'elles résident dans « *l'avertissement, la censure, l'interdiction d'exercer la profession pendant une durée comprise entre deux mois et un an, et la radiation du registre des journalistes* »[1097]. Les deux procédures de sanction suivies par l'association française et le conseil disciplinaire régional italien revêtent un caractère contradictoire minimal, puisqu'elles imposent que l'auteur prétendu du manquement ait été entendu[1098], ou du moins, régulièrement convoqué. Celle-ci doit statuer sur l'existence du manquement et la responsabilité du journaliste mis en cause dans les trois mois de sa saisine ; à défaut « *l'association est réputée avoir décidé qu'il n'y avait pas lieu à sanction* »[1099]. La décision rendue est transmise à l'Autorité des marchés financiers peut faire l'objet d'une publication aux frais de l'adhérent sanctionné[1100].

Au contraire, lorsqu'ils ne sont pas soumis aux normes d'auto-règlementation de leur profession, les journalistes auxquels est reproché un manquement à la bonne

---

[1094] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, pp. 241-242.

[1095] Art. L. 621-34, al. 1 et 2, C. mon. fin.

[1096] Art. 48 al. 2 de la loi n° 69/1963 du 3 fév. 1963 (legge del 3 febb. 1963, n. 69, « Ordinamento della professione di giornalista », *G.U.* n. 49 del 20 febb. 1963.

[1097] Texte original : « *l'avvertimento; la censura; la sospensione dell'esercizio della professione per un periodo non inferiore a due mesi e non superiore ad un anno; la radiazione dall'albo* » (art. 51, al. 2 de la loi n° 69/1963 du 3 fév. 1963.

[1098] Art. L. 621-34, al. 3, C. mon. fin. et art. 51, al. 2 et 56 de la loi n° 69/1963 du 3 fév. 1963.

[1099] Art. L. 621-34, al. 4, C. mon. fin.

[1100] Art. L. 621-34, al. 5, C. mon. fin.

information du public bénéficient d'une procédure plus contradictoire devant l'Autorité des marchés financiers et la Consob[1101]. Ils possèdent également la faculté de se faire assister d'un conseil. Cependant, les sanctions encourues revêtent une nature administrative et sont bien plus sévères que les mesures disciplinaires que peuvent prononcer l'association sur le fondement l'article L. 621-32 du Code monétaire et financier et le Conseil de l'ordre national des journalistes, à l'exception de la radiation définitive du journaliste de la liste des personnes autorisées à exercer la profession ou des adhérents de l'association. Les auteurs italiens de tels manquements encourent une sanction pécuniaire d'un montant compris entre 5 000 et 500 000 euros[1102], alors qu'elle peut s'élever jusqu'à 100 millions d'euros pour les journalistes français qui ont préféré le régime général de l'Autorité des marchés financiers. La différence de traitement entre les deux catégories de journalistes est flagrante en France et injustifiée, car les informations erronées diffusées par l'une ou l'autre catégorie sont autant susceptibles d'induire le public en erreur et d'induire gravement le marché en erreur. D'autre part, si l'on se réfère à l'écart entre le montant des sanctions de part et d'autre de la frontière, il est possible de constater des degrés largement différents de répression, ce qui induirait peut-être la nécessité de consolider encore l'harmonisation en la matière entre les États membres de l'Union européenne.

Certains pourraient avancer que la contrepartie de la nature disciplinaire des sanctions encourues par les journalistes ne relevant pas de la compétence des autorités de surveillance des marchés réside dans la soumission à des règles d'autodiscipline strictes ; cependant l'argument ne convainc pas, car quel que soit le régime choisi par le journaliste, les règles applicables posent des prescriptions très similaires, voire identiques. C'est pourquoi l'étude proposée de ces impératifs ne reposera pas sur sur le fait qu'ils sont applicables à l'une ou l'autre catégorie de journalistes, mais plutôt sur l'objet et la finalité de ces règles.

[1101] La procédure administrative de sanction devant l'Autorité des marchés financiers et la Consob sera étudiée de façon approfondie dans le chapitre 2, du titre 2 de la seconde partie, consacré aux modalités processuelles de la répression des abus de marché.

[1102] Art. 193, al. 1-*ter*, TUF par renvoi combiné à l'alinéa 1er du même article et art. 114, al. 8, TUF incluant les journalistes non soumis aux normes d'autoréglementation dans les personnes qui publient ou diffusent des recommandations d'investissement.

B- L'évaluation de la qualité de l'information diffusée par les journalistes

222. L'interdiction de tirer profit ou d'obtenir un avantage en contrepartie de l'information diffusée : Une telle règle se comprend aisément. Afin de garantir la qualité de l'information financière fournie aux investisseurs, il est indispensable que les journalistes agissent en toute objectivité, dans le seul but de contribuer au fonctionnement régulier et transparent des marchés financiers et sans viser une récompense quelconque pour l'activité de recherche et d'information accomplie. Par conséquent, le Conseil de l'ordre national des journalistes italien a expressément prévu dans la « Charte des devoirs de l'information financière » qu'il a élaborée le 28 mars 2007 l'impossibilité pour ces professionnels de conditionner la diffusion de leurs travaux un avantage qui leur serait consenti personnellement ou à un tiers par leur intermédiaire, ou encore de tirer profit de la publication volontaire de certains renseignements dont ils savent qu'ils viendraient perturber l'évolution normale des marchés[1103]. De même, les journalistes ne peuvent accepter le remboursement de leurs missions, les avantages financiers ou en nature, les cadeaux qui leur seraient offerts tant par des personnes privées que par des établissements publics, et qui ne correspondraient pas à la rémunération de l'exercice de leur profession[1104].

223. La limitation des conflits d'intérêts potentiels : Les normes qui tendent à éviter les conflits d'intérêts entre les journalistes et les émetteurs objets des publications (ou dont les instruments financiers sont évalués) visent la neutralité et l'objectivité de ces professionnels. Ainsi, la « Charte italienne des devoirs de l'information financière » déconseille fortement aux journalistes d'acheter ou de vendre des instruments financiers, qui seront à échéance plus ou moins brève l'objet de leurs prochaines évaluations[1105]. Dans le même esprit, l'Association française Fideo rappelle qu'il est contraire à l'éthique, pour une personne qui diffuse de l'information financière, de porter une appréciation élogieuse sur une entreprise « *à la vente ou à la réussite de*

[1103] Art. 2 de la « Charte des devoirs de l'information financière », adoptée par décision du 28 mars 2007 du Conseil de l'ordre national des journalistes italien.
[1104] Art. 4 de la même charte.
[1105] Art. 3 de la même charte.

laquelle il est matériellement intéressé »[1106], ou sur les instruments financiers de cette dernière.

224. La mention des conflits d'intérêts existants : Toutefois, dans le cas où un journaliste s'affranchirait de la barrière morale qui devrait l'inciter à ne pas se prononcer sur un émetteur ou ces instruments financiers, lorsqu'il entretient un quelconque lien avec ce dernier, il devrait nécessairement porter à la connaissance du public l'existence de ce conflit d'intérêts, dont il apparaît légitime de penser qu'il pourrait conduire à une altération de l'objectivité du professionnel et de son analyse.
Cette hypothèse survient notamment quand le journaliste reste lié à un émetteur, soit directement soit par l'intermédiaire des relations qui existent entre l'entreprise pour laquelle il exerce et la société évaluée. Dans ce cas, l'information financière produite et recommandations d'investissement formulées doivent clairement faire apparaître l'existence de ce conflit d'intérêts, en particulier si le public peut en avoir facilement connaissance. Cette règle rappelle celle applicables aux analystes financiers qui sont soumis aux mêmes contraintes[1107]. C'est le cas notamment lorsque l'éditeur de presse, ou du service de radio ou de télévision détient un nombre significatif d'instruments financiers dans l'émetteur objet de l'évaluation. En révélant l'existence de ces intérêts, les autorités, et les journalistes eux-même par les règles d'autodiscipline auxquelles ils se soumettent, tendent à garantir une information non trompeuse par la transparence dont ils font preuve.

225. La formulation claire de l'objet et du degré de pertinence de l'information : La communication financière permet aux investisseurs de se représenter la valeur des émetteurs et d'évaluer au mieux le prix des instruments financiers qu'ils souhaitent acquérir ou céder. Pour qu'elle remplisse parfaitement cette fonction, l'information financière doit posséder certaines qualités, et notamment être présentée de façon objective, précise et intelligible. Afin que le public puisse estimer la pertinence et la fiabilité de l'information, les journalistes français et italiens doivent absolument être

---

[1106] Art. 1er du code de bonne conduite publié en 2006 par l'Association FIDEO pour la trasnaprence dans l'information financière.

[1107] Art. 69-*quater*, Règlement « Émetteurs » et art. 329-5, RG AMF pour les journalistes soumis au régime des autorités de surveillance des marchés ; art. 6 de la « Charte sur les devoirs de l'informations financières » et art. 4, al. 1er du code de bonne conduite de l'Association FIDEO.

identifiables, c'est-à-dire qu'ils doivent nécessairement indiquer leur nom ou pseudonyme, et mentionner leur fonction[1108]. Une telle obligation possède l'avantage de donner la possibilité aux différents opérateurs de comparer l'évolution des conclusions et des renseignements élaborés par les professionnels de l'information financière, et par conséquent de vérifier la cohérence et la pertinence de leurs travaux. Le degré de fiabilité de leurs écrits constitue de façon incontestable un élément dont les investisseurs tiennent compte pour utiliser ou non les données à leur disposition avant d'accomplir une transaction boursière.

De même, les journalistes doivent s'assurer de retranscrire les informations telles qu'elles leur ont été adressées par les sources qui en sont à l'origine, en ce sens qu'ils ne doivent pas en altérer ou en modifier le contenu et le sens. Autrement dit, c'est une présentation objective de l'information qui est recherchée, à l'exclusion de toute interprétation ou réécriture de la part des journalistes. Si ces derniers décident de modifier certains éléments qui lui ont été fournis, il doit absolument mentionner clairement au sein de sa publication les modifications substantielles qu'il a apportées[1109]. Par ailleurs, l'information fournie doit être distinguée des interprétations, évaluations ou opinions personnelles du professionnel[1110]. De plus, lorsque les journalistes formulent des prévisions ou objectifs relatifs au cours des instruments financiers qu'ils évaluent, la nature des données diffusées doit être explicitement indiquée dans la publication[1111]. Enfin, les journalistes italiens doivent donner la source de leurs informations et révéler aux investisseurs l'existence d'une remise en cause éventuelle de leur fiabilité[1112]. Les normes françaises sont formulées un peu différemment, en ce sens qu'elles prescrivent la mention dans la publication de la distinction claire et expresse des rumeurs et des renseignements confirmés[1113].

[1108] Art. 69, Règlement « Émetteurs » et art. 329-3, al. 1er RG AMF pour les journalistes soumis au régime général des autorités de surveillance des marchés ; art. 7 de la « Charte sur les devoirs de l'informations financières » et art. 3 du code de bonne conduite de l'Association FIDEO.

[1109] Art. 1 de la « Charte sur les devoirs de l'informations financières ».

[1110] Art. 69-*bis*, 1), a), Règlement « Émetteurs » et art. 329-2, 1° RG AMF ; art. 7 de la « Charte sur les devoirs de l'informations financières » et art. 3 du code de bonne conduite de l'Association FIDEO.

[1111] Art. 69-*bis*, 1), c) Règlement « Émetteurs » et art. 329-2, 3°, RG AMF ; art. 7 charte ita. art. 7 de la « Charte sur les devoirs de l'informations financières » et art. 2 du code de bonne conduite de l'Association FIDEO.

[1112] Art. 69-*bis*, 1), a), Règlement « Émetteurs » et art. 7 de la « Charte sur les devoirs de l'informations financières ».

[1113] Art. 329-2, 2°, RG AMF et art. 2 du code de bonne conduite de l'Association FIDEO.

226. Les règles de présentation de l'information financière au soutien de la protection des investisseurs : Alberto CRESPI considère, en outre, qu'il appartient au journaliste de s'assurer de la sincérité d'une information lorsqu'il émet quelques doutes à l'égard de sa vraisemblance ; il explique sur ce point qu'« Ainsi, relève d'un comportement de prudence nécessaire, le fait de s'en tenir aux sources d'informations qui offrent, sinon la certitude de la vérité absolue de la nouvelle, au moins une fiabilité objective de celle-ci, du fait qu'elle provient d'une source légitime pour la communiquer aux tiers et la rendre ainsi crédible »[1114]. Les propos de cet auteur confirment que la majeure partie des règles applicables aux journalistes, qu'elles relèvent du régime général des autorités de surveillance des marchés ou des codes de conduite auxquels ils se soumettent de leur propre chef, ont pour principale fonction de protéger les investisseurs de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, à l'image de la triple exigence d'exactitude, de précision et de sincérité applicable aux émetteurs d'instruments financiers en vertu de l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Cette prescription possède un caractère si fondamental que dans l'hypothèse où la mention de tous ses avertissements prendrait une place importante au sein de la publication, par rapport aux développements relatifs à l'émetteur ou à ses instruments financiers, les journalistes ont l'obligation de faire figurer les références permettant de consulter un autre support, qui réside fréquemment dans un site Internet, où figurent toutes les précisions ayant trait à la nature de prévision ou de conjecture de la donnée,

---

[1114] Texte original : « *È pertanto atteggiamento di doverosa cautela attenersi esclusivamente a quelle fonti di informazione che offrano, se non la certezza della corrispondenza a verità della notizia, almeno la sua oggettiva attendibilità in quanto proveniente da una fonte legittimata a darne comunicazione ai terzi e quindi a renderla credibile. Ma non basta. Ove le circostanze dovessero consentirlo occorrerà provvedere ad effettuare la verifica di quella informazione* », *in* Alberto CRESPI « Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla Filippi, Milano, Giuffrè, 1993, p. 125.

L'auteur ajoute que la circonspection du journaliste constitue également l'une des manifestations de son expertise en assurant qu'il est certain que « Font justement partie du professionalisme du journaliste le devoir comme la possibilité de distinguer l'information des affabulations sussurées à demi-mots, l'analyse sérieuse et intègre d'une donnée comptable ou d'un renseignement relatif au marché d'une interprétation destinée à atteindre des objectifs ou des finalités en rien transparents et en tout état de cause obscurs » ; texte original : « *[…] facciano proprio parte della professionalità del giornalista tanto il compito quanto la possibilità di sceverare la notizia delle fabulazioni sibilate a mezza voce, l'analisi seria e genuina di un dato contabile o di mercato da una sua interpretazione orientata al raggiungimento di traguardi o finalità per nulla trasparenti e in ogni caso poco limpidi* », *ibid.*, p. 124.

ou encore à son degré de fiabilité[1115]. Cependant, il est possible de douter qu'un renvoi à une autre communication soit réellement suffisant pour attirer l'attention de l'investisseur : certes, il est certain que le journaliste prend des précautions en indiquant l'existence de cet autre support ; toutefois, la portée de cet avertissement demeure affaiblie par rapport aux mentions qui pourraient figurer au sein même de la publication, dans un encart par exemple. Le lecteur, surtout s'il n'est pas familier de l'analyse financière, a besoin de savoir au moment où il parcourt l'étude proposée par le journaliste que le contenu de la publication constitue une prévision ou une estimation, qu'il a été plus ou moins modifié par rapport au message initial fourni par la source de l'information, ou encore que cette dernière est plus ou moins crédible. En d'autres termes, c'est au moment où il découvre la publication qu'il doit avoir connaissance des éléments susceptibles de remettre en cause la fiabilité des données qui lui sont présentées, d'autant qu'il semble concevable de penser que tous les détenteurs d'instruments financiers, réels ou potentiels, n'ont pas le réflexe, l'envie ou la prudence de consulter les précisions complémentaires mises à leur disposition.

227. L'éthique des journalistes recevant une information privilégiée : Il est une pratique qui n'est précisée dans aucune charte ou aucun règlement, mais qui reste étroitement liée à l'éthique de la profession de journaliste. Il a été vu[1116] que ces professionnels, lorsqu'ils sont spécialisés dans le secteur boursier, à l'image des analystes, peuvent parfois bénéficier d'une communication spécifique, préalablement au public. Bien que les émetteurs ne puissent normalement leur révéler des informations privilégiées, il est également possible que l'émetteur décide de communiquer ladite information, en avisant les journalistes de la nature de cette dernière, et en les plaçant dans une période d'« embargo » durant laquelle ils ne peuvent ni opérer sur les marchés sur la base de cette information, ni la publier. D'autre part, il peut arriver que par mégarde une telle donnée, par nature sensible, échappe aux dirigeants. Dans ce cas, si le journaliste comprend qu'il est face à une information privilégiée, il devrait s'interdire de la diffuser avant l'émetteur dans le cadre d'un communiqué officiel. Il s'agit non seulement d'une règle éthique, mais également d'une obligation légale qui, si elle n'est

[1115] Art. 69-*septies*, Règlement « Émetteurs » et art. 329-3, al. 3 et 4, RG AMF pour les journalistes relevant du régime général de diffusion de l'information financière ; art. 7 de la « Charte sur les devoirs de l'information financière » et art. 4, al. 2 et 3 du code de conduite de l'Association FIDEO.
[1116] Cf. § 48, pp. 136-137 des présents travaux.

pas respectée, fait courir le risque au contrevenant d'être poursuivi, par les juridictions pénales ou par les autorités administratives, pour l'infraction de communication d'informations privilégiées.

228. Les précautions à prendre par les émetteurs en cas de « fuite » d'information : Par ailleurs, quelques dispositions régissent la situation dans laquelle un risque de « fuite » d'une telle information est avéré. Sur ce point, l'article 6, 2) de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les abus de marché[1117] précisait qu'« *un émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée [...] afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que* ***l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information*** »[1118]. La même faculté a été conservée dans le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014, au sein de son article 17, 5), c)[1119]. Ces dispositions signifient que dans le cas contraire, c'est-à-dire dans l'hypothèse où le nombre de personnes détenant l'information privilégiée commence à s'accroître, il convient pour l'émetteur de réagir de façon appropriée et de publier au plus vite un communiqué officiel dévoilant la teneur de ladite information. Cette obligation a été insérée dans les ordres juridiques nationaux français[1120] et italien[1121], mais également au sein de la charte publiée en avril 2003 par la Société Française des Analystes Financiers et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France, à l'alinéa 1er de sa deuxième recommandation[1122]. Ces prescriptions semblent tout à fait justifiées, étant donné que la communication des informations privilégiées qui

---

[1117] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[1118] Mis en gras par nous.

[1119] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[1120] Art. 223-2, II, RG AMF.

[1121] Art. 114, al. 3, TUF.

[1122] Recommandation n° 2, al. 1er de la charte élaborée par la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) et le Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF) publiée en avril 2003, qui énonce qu'« *En cas d'événement pouvant avoir un impact sur leur cours et dont la confidentialité ne peut être assurée, il est de la responsabilité des entreprises de communiquer une information suffisante, précise et accompagnée des commentaires nécessaires à sa compréhension* ».

concernent un émetteur ou ses instruments financiers pèse avant tout sur ce dernier[1123]. En cas de danger autour de son secret, ou de diffusion avérée par un journaliste de cette information, il est donc nécessaire que l'émetteur rétablisse l'équilibre susceptible d'être rompu en rendant accessible l'information à l'ensemble des investisseurs par le biais d'un communiqué officiel. Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET partagent cette position et ils expliquent que « La logique est claire. L'obligation de porter à la connaissance du marché des informations privilégiées le concernant incombe à l'émetteur. C'est lui qui doit maîtriser le processus (support et timing) de cette information du marché. S'il ne maîtrise plus ce processus et que les médias, à l'occasion d'une « fuite », divulguent une information privilégiée, il est essentiel que l'émetteur la confirme ou l'infirme partiellement si certains éléments de l'information divulguée par les médias sont inexacts »[1124].

229. Les diligences à prendre en cas de diffusion d'informations rédigées par un tiers : Pour finir, il convient d'indiquer que l'intégralité des règles précédemment énoncées est applicable aux études ou informations produites par des tiers, mais publiées par le journaliste lui-même ou la société qui l'emploie[1125]. Dans ce cas, l'identité et la fonction de l'auteur doivent être expressément indiquées par le diffuseur, tout comme les modifications significatives apportées au texte original[1126].

230. Conclusion sur les normes déontologiques applicables aux journalistes : L'étude de l'ensemble des règles applicables aux journalistes a permis de démontrer que, quel que soit le régime auquel ils ont décidé de se soumettre, les normes qui leur sont applicables possèdent un contenu identique, y compris d'un pays à l'autre et conformément aux textes européens, ce qui permet de souligner une harmonisation très poussée de la règlementation en la matière. Les journalistes, comme les émetteurs et les analystes financiers, doivent présenter l'information financière de façon objective,

---

[1123] Art. 223-2, I, RG AMF et art. 114, al. 1er, TUF.

[1124] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 244.

[1125] Art. 69-*sexies*, Règlement « Émetteurs » et art. 329-6, RG AMF ; art. 8 de la « Charte sur les devoirs de l'information financière » et art. 5 du code de bonne conduite de l'Association FIDEO.

[1126] Art. 69-sexies, Règlement « Émetteurs » et art. 329-6, al. 1er, RG AMF ; art. 8 de la « Charte sur les devoirs de l'information financière » et art. 5, al. 1er du code de bonne conduite de l'Association FIDEO.

précise et sincère. Ils doivent garantir au maximum la neutralité de leur publication et avertir le lecteur de toute circonstance susceptible de remettre en cause cette dernière. Pour autant, il n'est pas toujours simple pour les journalistes de satisfaire pleinement ces exigences, et ce, pour plusieurs raisons. En premier lieu, l'inexpérience d'un professionnel ou son manque de compétence[1127] peut le conduire à commettre quelques erreurs, telle que la diffusion d'un renseignement fourni par un dirigeant mais insuffisamment précise ou la communication d'une information privilégiée. En second lieu, le journaliste peut être attiré par le succès de la publication d'une nouvelle inédite, d'un « scoop »[1128], même si une telle attitude risquerait davantage de lui nuire, puisqu'un émetteur lui ayant fait confiance et étant été trahi risquerait de refuser de lui communiquer à nouveau des informations. Et la troisième difficulté vient justement du manque, parfois, de sources fiables pour le journaliste[1129] qui ne dispose pas encore d'un réseau très fourni ou encore peu connu dans le milieu. Pourtant, les émetteurs ont intérêt à communiquer avec les journalistes : ils ont besoin les uns des autres, puisque les premiers fournissent une partie du contenu des publications des seconds, et dans le sens inverse, les sociétés cotées peuvent ainsi contrôler l'information diffusée à leur égard si elles transmettent elles-mêmes les données qui les concernent. Jean-Yves LEGER a également mis en lumière cette interdépendance : « Pour une entreprise et ses conseils, les objectifs des relations avec la presse sont simples : informer la presse pour qu'elle informe, faire parler de la société et de ses dirigeants positivement, avoir une relation avec le bon journaliste dans le bon média, faciliter la vie des journalistes, identifier le risque d'un mauvais article. Avoir de bonnes relations presse pour une entreprise c'est tout aussi bien lire un bon article qu'éviter un « mauvais papier » »[1130].

Il convient donc pour les journalistes d'agrandir progressivement leur réseau dans les milieux financiers. Cependant, en tout état de cause, les normes déontologiques qui

---

[1127] Carlo ROGNONI, « Aggiotaggio e diffusione di notizie false o tendenziose », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, p. 128.
V. également Luigi LA SPINA qui affirmait, probablement de façon exagérée, la même année que « très souvent les journalistes économiques sont caractérisés par un taux d'ignorance excessif en la matière » ; texte original : ***« i giornalisti economici molto spesso hanno un tasso di ignoranza specifico eccessivo »***, *in* « Una legge come operazione culturale », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, p. 134.

[1128] Luigi LA SPINA, *op. cit.*, p. 136.

[1129] Carlo ROGNONI, *ibid*.

[1130] V. en ce sens Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 80.

régissent leur profession leur imposent de vérifier les informations qu'ils diffusent et de les publier en toute transparence. Ils doivent donc se montrer diligents et effectuer tous les contrôles nécessaires à la communication d'informations aussi précises et exactes que possibles, sous peine de se voir infliger sanctions pénales et disciplinaires ou administratives.

Paragraphe 3. Les règles applicables aux sponsors

231. Définition et fonction des sponsors : Le sponsor est une entité particulière au sein des marchés financiers, qui correspond à « *l'intermédiaire qui collabore avec l'émetteur dans le cadre de la procédure d'amission aux négociations sur un marché règlementé des instruments financiers communautaires* »[1131]. Toutefois, il est surtout actif au sein des systèmes multilatéraux de négociation organisés, tels qu'Alternext en France[1132] et le Marché Alternatif du Capial italien[1133]. Ces deux plateformes s'adressent surtout aux petites et moyennes entreprises et aux entreprises de taille intermédiaire et sont destinées à renforcer leur visibilité. Elles sont gérées par des entreprises de marché : Euronext Paris et Borsa Italiana s.p.a.

La fonction du sponsor est d'accompagner les sociétés qui souhaitent demander leur admission aux négociations sur ces marchés, afin de les aider notamment à mettre en œuvre une politique de communication à la fois séduisante pour les investisseurs et conforme à la règlementation en vigueur. C'est ce que confirme le portfolio de compétences élaboré par l'association Alist, l'Association française des Listing-Sponsors lorsqu'il définit ce terme : « un Listing Sponsor, agréé par Euronext, est un conseiller financier disposant de l'expérience nécessaire pour assister et accompagner l'entreprise dans le cadre de sa cotation sur Alternext et de son suivi financier »[1134]. Le même rôle ressort de l'article 2.3.4, alinéa 1er du règlement des

---

[1131] Texte original : « *l'intermediario che collabora con l'emittente nella procedura di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato degli strumenti finanziari comunitari* » (art. 51, al. 1er, *a*), Règlement « Émetteurs »)

[1132] Créé par la décision de l'AMF du 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternext.

[1133] « Mercato alternativo del capitale » institué par la décision du Conseil d'administration de la société Borsa Italia spa du 29 mars 2007.

[1134] Portfolio de compétences réalisé par l'association Alist, l'Association française des Listing-Sponsors disponible sur son site Internet : http://www.alist.fr/portfolio/role-du-listing-sponsor/

marchés organisés et gérés par Borsa italia s.p.a. du 16 février 2015[1135], qui dispose que « *Le sponsor collabore avec l'émetteur lors de la procédure d'admission* [aux négociations] *des instruments financiers, afin* [d'en assurer] *le correct déroulement* »[1136].

232. L'accompagnement des sociétés demandant leur admission aux négociations par les émetteurs : L'article 3 de la Charte publiée par l'association Alist, l'Association française des Listing-Sponsors sur son propre site[1137] explique que « *le Listing Sponsor agit d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux les intérêts de son client et* ***favorise l'intégrité du marché*** »[1138]. L'article 8 du même texte ajoute dans ses premier et troisième alinéas que « *Le Listing Sponsor s'oblige à constamment témoigner de son honnêteté, de sa probité, et de son intégrité professionnelle* » et que « *le Listing Sponsor doit respecter l'ensemble des lois, règles et règlementations (y compris la Charte du Listing Sponsor) régissant ses activités professionnelles* ». A nouveau, transparaît l'objectif qui sous-tend toute la règlementation en matière financière, à savoir le fonctionnement, transparent, régulier et efficace des marchés financiers. Ainsi, parmi d'autres missions, les sponsors doivent s'assurer que les sociétés qu'ils conseillent fournissent une information appropriée et intelligible aux investisseurs.

La première obligation pesant sur le sponsor réside dans la vérification que le prospectus qui accompagne la demande d'admission aux négociations contient bien l'ensemble des renseignements exigés par la règlementation applicable[1139]. L'article 2.5.1 de la décision de modification des règles d'Alternext prise par l'Autorité des marchés financiers le 17 février 2015[1140] confirme l'obligation qui pèse sur les sponsors en indiquant que « *Sauf dispense de l'obligation de nommer un Listing sponsor, en vertu des Règles ou par décision de l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente, chaque*

[1135] Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., adopté par le conseil d'administration de cette société le 7 novembre 2014 et approuvé par la délibération Consob n. 19101 du 14 janvier 2015.

[1136] Texte original : « *Lo sponsor collabora con l'emittente nella procedura di ammissione degli strumenti finanziari, ai fini di un ordinato svolgimento della stessa* » (art. 2.3.4, al. 1er du règlement des marchés organisés et gérés par Borsa italia s.p.a.).

[1137] http://www.alist.fr/portfolio/role-du-listing-sponsor/, consulté le 26 juin 2015.

[1138] Mis en gras par nous.

[1139] Art. 52 et 53, Règlement « Émetteurs » et art. 94, TUF pour l'Italie ; art. 3 de la décision de l'AMF du 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternext et art. 3.1.2 de la décision AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance, art. 212-7 à 212-11, RG AMF pour la France.

[1140] Déc. AMF du 17 fév. 2015 précitée.

Listing Sponsor atteste par écrit à l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente s'être assuré pour toute première candidature d'admission aux négociations d'un Émetteur : [...] *(iii) de la mise à disposition d'un prospectus visé par l'Autorité Compétente ou, en l'absence d'un tel prospectus visé, d'un Document d'Information* » et « *(iv)* que *le Listing Sponsor a effectué une série de vérifications (« due diligence ») conformes aux pratiques de marché généralement admises* ».

En second lieu, les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés tels qu'Alternext ou le Marché Alternatif des Capitaux sont soumis à quelques obligations d'information du public. À titre d'exemples, dans le cadre de l'information permanente, elles doivent communiquer toutes les informations privilégiées dont elles disposent[1141], les variations significatives de la composition de leur capital[1142], le franchissement à la hausse ou à la baisse par une seule personne ou par un groupe d'invididus agissant de concert d'un seuil de 50% des titres de capitaux ainsi que les opérations sur titres accomplies par ses propres dirigeants ou administrateurs[1143]. Dans le cadre de l'information périodique, ces sociétés sont contraintes de diffuser le bilan annuel et les comptes semestriels, les rapports de gestion annuel, semestriel et trimestriel, ainsi que les comptes prévisionnels[1144].

Là encore, le sponsor a pour fonction de contrôler les renseignements donnés au marché par les émetteurs opérant sur les systèmes multilatéraux organisés, afin de garantir aux investisseurs que l'information qui leur est adressée est précise, intelligible et non trompeuse. L'article 7, alinéa 2 de la charte publiée par l'association Alist, déjà citée, confirme cet impératif, puisqu'il dispose que « *Le Listing Sponsor se doit de faire ses meilleurs efforts afin de prévenir toute manipulation de marché* »[1145]. Parmi les abus de marché, figure la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, que le sponsor doit absolument empêcher, en accomplissant toutes les diligences nécessaires. A titre

---

[1141] Art. 2.6.1, al. 1er du règlement des marchés organisés et gérés par Borsa Italiana s.p.a., adopté par le conseil d'administration de cette société le 7 nov. 2014 et approuvé par la délibération Consob n. 19101 du 14 janv. 2015.

Art 2.7.2 et 4.1.3 de la décision AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

[1142] Art. 2.6.2, al. 1er, a) du même règlement.

[1143] Art. 4.3.1 de la décision AMF du 17 fév. 2015 précitée.

[1144] Art. 2.6.2, al. 1er, b) du même règlement et art. 4.1.3 et 4.2.1 de la décision AMF du 17 fév. 2015 précitée.

[1145] Charte rédigée par l'association Alist, l'Association française des Listing-Sponsors disponible sur son site Internet : http://www.alist.fr/portfolio/role-du-listing-sponsor/

d'exemple, le règlement des marchés organisés et gérés par Borsa Italiana s.p.a. lui permet de recourir à un commissaire aux comptes[1146], dans le but de vérifier la comptabilité de l'émetteur et de contrôler que les documents sur le point d'être publiés sont conformes à la situation financière réelle de l'entreprise. De même, le sponsor doit lutte contre la circulation illicte des informations privilégiées non encore publiées par l'émetteur ; c'est pourquoi, ils sont contraints de mettre en place des « barrières d'information » destinées à maîtriser la diffusion de tels renseignements[1147] et de tenir un registre des personnes ayant accès à ces derniers[1148].

233. Les règles encadrant les activités de diffusion des sponsors : Préalablement à l'admission aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé, le sponsor évalue la valeur de la société demanderesse[1149]. Il est possible que celui-ci choisisse de publier son analyse ; en Italie, il s'agit même d'une obligation, puisque l'article 2.3.4, alinéa 3 dispose que « […] *le sponsor s'engage, en outre, pour toute la durée de sa fonction et dès le début des négociations : a) à produire ou à faire produire en son nom propre au moins deux études* […] *par an relatives à l'émetteur, qu'il doit rédiger promptement et en conformité avec les meilleures règles standards à l'occasion de la*

[1146] Art. 2.3.4, al. 2, *c*), dernier alinéa du règlement des marchés organisés et gérés par Borsa Italiana s.p.a. ci-dessus mentionné, qui dispose que « *A cette fin, le sponsor peut se fonder sur les vérifications menées par un commissaire aux comptes ou par une société de commissariat aux comptes ou par tout autre sujet qualifié, possédant les qualités de professionalisme et d'indépendance requises, désigné par le sponsor et chargé par lui et l'émetteur d'une telle mission* » ; texte original : « *A tal fine, lo Sponsor si avvale delle verifiche di conformità condotte da un revisore legale o una società di revisione legale o da altro soggetto qualificato individuato dallo sponsor e incaricato congiuntamente con l'emittente, in possesso di requisiti di professionalità e indipendenza* ».

[1147] Art. 106, comunicazione n. DME/6027054 della Consob del 28 marzo 2006, « Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti » pour l'Italie.

Art. 6 de la charte rédigée par l'association Alist, l'Association française des Listing-Sponsors disponible sur son site Internet : http://www.alist.fr/portfolio/role-du-listing-sponsor/

[1148] Art. 104 et 105, comunicazione n. DME/6027054 della Consob del 28 marzo 2006, « Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti » pour l'Italie.

Art. 5, d) de la charte rédigée par l'association Alist, l'Association française des Listing-Sponsors disponible sur son site Internet : http://www.alist.fr/portfolio/role-du-listing-sponsor/

[1149] Art. 2.3.2 de la décision AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

publication des résultats de l'exercice et de l'information semestrielle. Ces recherches doivent être diffusées dans le public […] »[1150].

Dans ce cadre, le sponsor doit s'assurer qu'il ne diffuse pas lui-même des informations fausses ou trompeuses. Pour ce faire, il doit se conformer aux exigences de précision, neutralité et sincérité de l'information applicables aux personnes qui produisent ou diffusent des analyses financières ou des recommandations d'investissement[1151]. Le non-respect de ces règles par le sponsor, comme les transgressions des règles relatives à la préservation des informations privilégiées ou des normes contenues dans les différents règlements et chartes, sont susceptibles de constituer un manquement pouvant engendrer l'application d'une sanction à son encontre.

234. Le régime de sanction des sponsors : Le non-respect de l'ensemble des règles auxquelles ils sont soumis peut entraîner le déclenchement d'une procédure disciplinaire par les entreprises de marché qui gère la plateforme de négociation concernée, à savoir Euronext Paris ou Borsa italiana s.p.a. Les poursuites sont mises en œuvre sur le fondement de l'article 7.2 de la décision prise par l'Autorité des marchés financiers le 17 février 2015[1152] et par l'article 2.3.9 du règlement des marchés organisés et gérés par Borsa Italiana s.p.a.[1153].

Les sanctions encourues par les sponsors français sont l'avertissement, l'interdiction de procéder à de nouvelles demandes d'admission à la négociation d'autres sociétés, ou

---

[1150] Texte original : « […] *lo sponsor si impegna, altresì, per tutta la durata del proprio incarico e a partire dalla data di inizio delle negoziazioni: a) a produrre o a far produrre a proprio nome almeno due ricerche* […] *all'anno concernenti l'emittente, da redigersi tempestivamente e secondo i migliori standard in occasione della pubblicazione dei risultati di esercizio e dei dati semestrali. Le ricerche devono essere diffuse al pubblico* […] » (art. 2.3.4, al. 3, a), règlement des marchés organisés et gérés par Borsa Italiana s.p.a., adopté par le conseil d'administration de cette société le 7 nov. 2014 et approuvé par la délibération Consob n. 19101 du 14 janv. 2015.

[1151] Art. 69-*bis* s., Règlement « Émetteurs » et art. 315-1 à 315-13, RG AMF.

[1152] Déc. AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

Avant la modification intervenue par le biais de cette décision, l'initiative de la poursuite était prise sur le fondement de l'article 7.1 de la déc. AMF du 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternex, *BALO* 3 juin 2005, pp. 16028-16032.

[1153] Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., adopté par le conseil d'administration de cette société le 7 nov. 2014 et approuvé par la délibération Consob n. 19101 du 14 janv. 2015.

encore le retrait de son agrément conféré par Euronext Paris[1154]. Leurs homologues italiens risquent un rappel à la loi, un avertissement écrit, une sanction pécuniaire dont le montant est compris entre 5 000 et 500 000 euros et l'interdiction d'exercer pendant dix-huit mois au plus les activités inhérentes à la fonction de sponsor[1155]. La perte définitive de l'agrément apparaît comme une sanction très sévère, puisqu'elle empêche le sponsor d'exercer son activité ; il en est de même pour la sanction pécuniaire italienne dont le montant est très élevé. Elle demeure malgré tout une mesure punitive moins afflictive que le retrait d'agrément définitif. La décision prise par Borsa italiana peut être publiée « *aux fins de protection du marché* »[1156], y compris « *sans indiquer le sponsor concerné par la décision dès lors que [la seule publication de la sanction] est retenue suffisante pour protéger le marché* »[1157]. De même, en France, « toute mesure prise par une Entreprise de Marché d'Euronext compétente en vertu du présent Chapitre peut être rendue publique »[1158].

235. L'évaluation de la sanction prononcée à l'encontre du sponsor : L'article 7.1 de la décision de l'Autorité des marchés financiers le 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternext prévoyait que la sanction à l'encontre du sponsor s'appliquait seulement lorsqu'à l'occasion d'un manquement de l'émetteur qu'il conseillait, il ne démontrait pas avoir « accompli toutes diligences raisonnables pour remédier à la situation »[1159]. La décision du 17 février 2015 formule différemment la disposition ayant trait à la possibilité de réprimer les comportements illicites des sponsors, en précisant que « si un Listing Sponsor manque à l'une de ses obligations en vertu des présentes Règles, l'Entreprise de Marché d'Euronext Compétente peut,

---

1154 Art. 7.2 de la déc. AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

1155 Texte original : « *a) invito scritto al puntuale rispetto del Regolamento e delle Istruzioni; b) richiamo scritto; c) pena pecuniaria da 5.000 euro a 500.000 euro; d) inibizione a svolgere l'attività di sponsor per le nuove operazioni fino ad un periodo non superiore a 18 mesi. Tale inibizione si estende allo svolgimento delle attività di sponsor in altri mercati gestiti e organizzati da Borsa Italiana* » (art. 2.3.9, al. 1er, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.).

1156 Texte original : « *ai fini della tutela del mercato* » (art. 2.3.9, al. 2, du même règlement).

1157 Texte original : « *senza indicare lo sponsor oggetto del provvedimento, qualora ciò sia ritenuto sufficiente ai fini della tutela del mercato* » (même article).

1158 Art. 7.1.1 de la déc. AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

1159 Déc. AMF du 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternex, *BALO* 3 juin 2005, pp. 16028-16032.

selon la nature et la gravité du manquement, prendre les mesures [précédemment énoncées][1160] ». Respectivement à la version précédente de la disposition, le fondement de la sanction disciplinaire semble avoir changé : le sponsor n'est plus poursuivi pour un manquement commis par l'émetteur et qu'il n'aurait pas empêché, mais bien pour une faute propre, qui peut toutefois résider dans l'absence ou dans l'insuffisance de contrôle des activités de communication de l'émetteur. Au contraire, la faute sera propre au sponsor s'il diffuse des informations fausses ou trompeuses dans les propres analyses des émetteurs qu'il rédige et publie.

Les critères de la nature et de la gravité du manquement sont également ceux retenus par le règlement italien des marchés organisés et gérés par Borsa Italiana s.p.a. L'article 2.3.9, alinéa 3 de ce texte donne une liste d'éléments dont l'entreprise de marché peut tenir compte pour évaluer l'ampleur de la violation. Il s'agit de critères classiques de personnalisation de la peine ou de la sanction, utilisés en droit pénal[1161] mais aussi en droit administratif[1162], ayant trait aux circonstances du manquement (*b) l'ampleur, la durée, la nature de la violation et les conséquences de cette dernière sur la situation économico-financière de l'émetteur »*[1163] *;* le fait de savoir s'il s'agit de « *j) la violation de plusieurs dispositions ou plusieurs violations de la même disposition* »[1164]), à ses conséquences (*« a) les impacts effectifs et potentiels [du manquement] sur le marché et son importance en dehors de celui-ci* »[1165] ; « *d) les avantages obtenus par le sponsor du fait de la violation* »[1166]), au comportement de général de l'auteur (« *f) l'intensité du dol ou de la faute de négligence* »[1167]; « *h) le nombre et la gravité des violations commises précédemment par le sponsor* »[1168] ; « *i) la taille de l'entreprise de sponsor et du groupe*

[1160] Art. 7.2.1 de la déc. AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

[1161] Art. 132-24, C. pén. fr. et art. 133, C. pén. it.

[1162] Art. L. 621-15, III, al. 2 du Code monétaire et financier pour la personnalisation des sanctions prononcées en matière d'abus de marché.

Art. 187-*bis*, al. 5 et 187-*ter*, al. 6, TUF pour les mêmes infractions dans leur versant administratif.

[1163] Texte original : « *dimensione, durata, natura della violazione e relativi riflessi sulla situazione economico-finanziaria dell'emittente* » (art. 2.3.9, al. 3, b), Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.).

[1164] Texte original : « *violazioni di diverse disposizioni o più violazioni della medesima disposizione* » (art. 2.3.9., al. 3, j) du même règlement).

[1165] Texte original : « *impatti effettivi e potenziali sul mercato e rilevanza esterna* » (art. 2.3.9, al. 3, a)).

[1166] Texte original : « *vantaggi conseguiti dallo sponsor per effetto della violazione* » (art. 2.3.9, al. 3, d)).

[1167] Texte original : « *intensità del dolo o della colpa* » (art. 2.3.9, al. 3, f)).

[1168] Texte original : « *numero e gravità delle violazioni precedentemente commesse dallo sponsor* » (art. 2.3.9, al. 3, h)).

auquel elle appartient »[1169]), mais aussi son comportement après la commission du manquement (« *c) la façon dont Borsa Italiana en a eu connaissance* »[1170] ; « *e) les réactions du sponsor face aux requêtes de Borsa Italiana mais également son comportement antérieur* »[1171] ; « *g) le fonctionnement concret du système interne de contrôle et de prévention des violations* »[1172]). Il s'agit donc de critères traditionnels, similaires à ceux qui seraient pris en compte pour déterminer la sanction applicable aux émetteurs ou à tout autre sujet qui aurait commis des abus de marché, tel que les agence de notation.

Paragraphe 4. La règlementation de l'activité des agences de notation

236. Le rôle des agences de notation : Les agences de notation sont des professionnels qui entretiennent des relations particulièrement étroites avec les sociétés cotées, et les établissements bancaires ou de crédit. Leur rôle est d'estimer la valeur de ces entités et des instruments financiers qu'elles diffusent et de leur attribuer une « note », en fonction des conclusions de leurs analyses. Toutefois, elles publient rarement leurs résultats de façon brute et sans explication : au contraire, elles les accompagnent de commentaires portant principalement sur la situation financière et comptable des émetteurs[1173]. Les agences de notation possèdent une influence relativement significative sur les investisseurs, puisqu'elles donnent une indication sur le risque financier auquel sont exposées les sociétés par les notes qu'elles attribuent. Jean-Yves LEGER a mis en lumière le rôle fondamental joué par ces institutions en expliquant que « ces agences ont pris une place grandissante au sein de la communauté financière par leur double rôle de juges et de prescripteurs. Elles ont une double logique en examinant les informations publiques et en tissant des relations privilégiées avec les

[1169] Texte original : « *dimensione dello sponsor e del gruppo di appartenenza* » (art. 2.3.9, al. 3, i)).
[1170] Texte original : « *modo in cui Borsa Italiana è venuta a conoscenza della violazione* » (art. 2.3.9, al. 3, c)).
[1171] Texte original : « *reazione dello sponsor alle richieste di Borsa Italiana e il suo comportamento anche pregresso* » (art. 2.3.9, al. 3, e)).
[1172] Texte original : « *funzionamento in concreto del sistema di controllo interno e di prevenzione delle violazioni* » (art. 2.3.9, al. 3, g)).
[1173] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 21.

entreprises pour compléter cette information »[1174]. Afin que leurs évaluations aident de la façon la plus pertinente qui soit les investisseurs dans leur décision d'investissement, ce qui constitue la finalité de leur mission, il convient que celles-ci soient objectives, neutres et fondées sur des données correctes.

237. Les règles relatives à la prévention des conflits d'intérêts des agences de notation : Le dixième considérant de la directive n° 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003[1175] énonçait l'ensemble des lignes directrices qui devraient guider les agences de notation dans leurs activités, en disposant que « *Les agences de notation de crédit émettent des opinions sur la solvabilité d'un émetteur ou la qualité d'un instrument financier particulier à une date donnée. En tant que tels, ces opinions ne constituent pas des recommandations au sens de la présente directive. Cependant, les agences de notation de crédit devraient envisager d'adopter des politiques et procédures internes visant à garantir que les notations de crédit qu'elles publient sont présentées de manière équitable et qu'elles mentionnent de manière appropriée leurs intérêts ou conflits d'intérêts significatifs en rapport avec lesdits émetteurs ou instruments auxquels se rapportent leurs notations de crédit* ». La neutralité des notations des agences est donc clairement recherchée, et dans les hypothèses où elle ne peut pas être assurée du fait de liens significatifs les unissant à l'émetteur qu'elles évaluent, elles doivent clairement mentionner cet état de fait, afin que l'investisseur puisse juger lui-même de l'opportunité de se référer ou non à la publication concernée.

Une règle similaire a été reprise par le règlement n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit[1176]. L'article 6, alinéa 1er de ce texte[1177] impose à ces dernières de garantir que les notations et analyses qu'elles produisent soient

---

[1174] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 47.

[1175] Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 déc. 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflitsd'intérêts, *J.O.U.E.* L. 339 du 24 déc. 2003, pp. 73-77.

[1176] Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 sept. 2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.* L. 302 du 17 nov. 2009, pp. 1-31.

[1177] L'article 6, alinéa 1er dispose que « *Une agence de notation de crédit prend toute mesure nécessaire pour garantir que l'émission d'une notation de crédit n'est affectée par aucun conflit d'intérêts ni aucune relation commerciale, existants ou potentiels, impliquant l'agence de notation de crédit émettant cette notation, ses dirigeants, ses analystes de notation, ses salariés, toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit ou toute personne directement ou indirectement liée à elle par une relation de contrôle* ».

exemptes de tout conflit d'intérêts. Autrement dit, elles doivent s'assurer qu'elles-mêmes, leurs dirigeants et les analystes qui travaillent pour son comptent ne détiennent aucune participation significative dans l'émetteur évalué et, par ailleurs, que ces personnes ne sont pas également en relation d'affaires, directement ou indirectement, avec lui. L'objectivité des membres des agences de notation est ainsi garantie, même si des doutes quant à une neutralité parfait sont toujours concevables du fait du lien étroit qui unit les agences aux émetteurs.

238. L'exigence de compétence et d'expérience des analystes travaillant au sein des agences de notation : L'article 7 du règlement n° 1060/2009 précité dispose que « *Les agences de notation de crédit veillent à ce que leurs analystes de notation, leurs salariés et toute autre personne physique dont les services sont mis à leur disposition ou placés sous leur contrôle, qui sont directement associés aux activités de notation de crédit, disposent* ***de connaissances et d'une expérience appropriées au regard des tâches qui leur sont assignées*** »[1178]. Le rappel d'une telle exigence apparaît surprenant, en ce sens où l'on imagine mal un employé réaliser une activité pour laquelle il ne dispose pas des compétences différentes. Pourtant, l'analyse financière est complexe et suppose l'application de méthodes rigoureuses et précises. De plus, il a été démontré à plusieurs reprises le rôle fondamental joué par l'information financière pour aider les investisseurs dans leurs stratégies d'achat ou de vente d'instruments financiers. Enfin, toutes les règles posées pour l'ensemble des professionnels des marchés et de la finance sont destinées à protéger les opérateurs des abus de marché, et notamment des informations fausses ou trompeuses qui pourraient les conduire à réaliser une opération ruineuse.

Par conséquent, il est absolument nécessaire que les personnes travaillant pour les agences de notation maîtrisent parfaitement la présentation des données comptables et les méthodes d'analyse financière pour ne pas commettre des erreurs dans l'interprétation des documents sur lesquels ils fondent leurs études. S'ils communiquent des données historiques par exemple, ils doivent parfaitement les retranscrire sans oublier d'élément essentiel et indispensable à la compréhension de la publication dans son intégralité. C'est en effet une chose de mal anticiper la portée d'un évènement ou l'ampleur de ses conséquences ; cela en est une autre de ne pas l'avoir envisagé ou

[1178] Mis en gras par nous.

d'avoir émis des conjectures contraires aux faits concrètement survenus. Les analystes travaillant pour les agences de notation doivent être d'autant plus experts qu'ils doivent indiquer dans leurs publications comment ils ont procédé pour parvenir aux résultats obtenus.

239. La présentation des méthodes utilisées et des hypothèses fondant les notations des émetteurs par les agences : L'article 8, alinéa 2 du règlement du 16 septembre 2009 précité dispose que « *Les agences de notation de crédit adoptent, mettent en oeuvre et appliquent les mesures nécessaires pour veiller à ce que les notations de crédit qu'elles émettent soient fondées* ***sur une analyse approfondie de toutes les informations dont elles disposent*** *et* ***qui sont pertinentes pour leur analyse au regard de leurs méthodes de notation****. Elles adoptent toutes les mesures nécessaires pour garantir que les informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution d'une notation de crédit* ***soient de qualité suffisante*** *et* ***proviennent de sources fiables*** »[1179].

La précision des informations que les agences de notation utilisent est essentielle puisque ce sont ces renseignements qui vont permettre aux analystes de réaliser une étude pertinente. C'est pourquoi les agences de notation peuvent avoir intérêt à obtenir directement des émetteurs les données qui vont constituer la matière pour leurs travaux. C'est pourquoi en France l'article L. 531-12, I, alinéa 3 du Code monétaire et financier autorise les entreprises d'investissement à leur communiquer directement les informations utiles pour évaluer les émetteurs, bien que celles-ci soient couvertes par le secret professionnel. La référence à l'intégralité des données disponibles n'est, quant à elle, pas sans lien avec l'exigence de produire des analyses sincères et exhaustives. Il convient pour les agences de notation d'utiliser tous les renseignements accessibles afin que leurs études soient l'exact reflet de la situation réelle de l'émetteur, mais aussi et surtout, pour que les investisseurs puissent eux-même confronter ces données et en tirer leurs propres conclusions.

On retrouve donc pour les agences de notation d'une part, les règles de prudence adressées aux journalistes quant à la vérification de la vraisemblance des informations qu'on leur fournit et à la fiabilité de leurs sources, et d'autre part, les impératifs de qualité applicables aux analystes qui devaient baser leurs prévisions, estimations et recommandations d'investissement sur des hypothèses pertinentes.

[1179] Mis en gras par nous.

240. Conclusion du premier chapitre : Le fonctionnement régulier et transparent des marchés financiers repose sur une information financière de qualité, accessible à tous les investisseurs. Pour assurer une communication financière exhaustive et précise, tous les professionnels des marchés sont impliqués. Les émetteurs sont les premiers visés par l'ensemble des règles applicables en la matière, car ils sont les détenteurs des données qui mettent en mesure le public d'évaluer correctement la valeur des instruments financiers. Ils doivent assurer une diffusion équitable des renseignements qu'ils fournissent, dans le but que tous les opérateurs y aient accès simultanément, évitant ainsi les situations d'initié. Toutefois, l'efficacité des marchés financiers justifie que les analystes et journalistes financiers reçoivent, en tant que professionnels des marchés, certaines informations parfois de manière anticipée, d'autres fois plus approfondies, afin qu'ils retranscrivent ces données pour l'ensemble du public en les clarifiant, en les traduisant dans un langage compréhensible par toute personne.

Les règles applicables aux différents professionnels varient d'une catégorie à l'autre : de nature législative, règlementaire ou déontologique, elles contribuent toutes à la « moralisation » de l'information financière, et favorisent par là-même la bonne marche et la transparence des plateformes de négociation. Elles possèdent toutes le même objectif, à savoir garantir une information précise, claire et intelligible aux investisseurs, réels ou potentiels. Les prévisions, estimations et autres conjectures sont également encadrées et doivent revêtir des caractères de fiabilité et de pertinence, pour ne pas induire l'investisseur en erreur. Ainsi, chacune de ces qualités favorise la transparence au sein des marchés et garantit à l'investisseur la possibilité de réaliser une transaction éclairée.

Enfin, la confrontation des législations françaises et italiennes a mis en lumière une très forte harmonisation des obligations pesant sur les émetteurs et sur les « prescripteurs ». Bien que les règles aient été instituées par les autorités nationales de surveillance des marchés, ou par les syndicats et associations de professionnels qui auraient pu être influencés par leurs usages propres, les contenus convergent largement d'un État à l'autre, ce qui traduit un réel consensus quant à la qualité de l'information financière diffusée. Ce consensus se retrouvera lors de l'analyse du contenu de l'information financière.

CHAPITRE 2
LES MODALITES DE MISE EN ŒUVRE CONVERGENTES DE L'INFORMATION FINANCIERE FRANÇAISE ET ITALIENNE

241. Une multiplicité des informations financières en corrélation avec ses fonctions : Les différents rôles de l'information financière ont été longuement développés dans le tout premier chapitre. Elle a pour finalité d'assurer la transparence des marchés financiers, de réduire les asymétries informationnelles et de permettre aux investisseurs de se présenter la valeur des émetteurs et de leurs instruments financiers, tout en essayant de fidéliser ou de conquérir de nouveaux actionnaires. C'est pourquoi les informations financières sont de natures multiples, tout comme ses supports de diffusion, afin de remplir au mieux ces fonctions. Tous ces renseignements, que les émetteurs et leurs dirigeants doivent diffuser, composent l'information règlementée. La définition de de cette notion a été donnée dans le chapitre précédent[1180]. Elle comprend en France l'information périodique et l'information permanente, alors qu'en Italie elle regroupe l'information périodique, l'information continue et l'information occasionnelle. Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN et Christophe BENAROYA rappellent la distinction entre les deux éléments de l'information réglementée en expliquant qu'« Il faut distinguer l'information périodique qui correspond aux publications comptables, aux opérations financières et à l'assemblée générale des actionnaires, et l'information permanente qui correspond aux évènements irréguliers, imprévus dans la vie de l'entreprise »[1181]. De cette définition doctrinale, il est possible de comprendre, comme cela a déjà été avancé précédemment[1182], que l'information permanente française regroupe les informations continue et occasionnelle italiennes. Le sens attribué à ces trois notions par Gilberto GABRIELLI confirme cette interprétation. Selon cet auteur, l'information périodique est « inhérente aux communications

[1180] §§ 160 et 161 pp. 339-340 des présents travaux.
[1181] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 471.
[1182] § 163, p. 282-283 des présents travaux.

comptables »[1183] ; l'information continue est quant à elle « inhérente aux événements susceptibles d'influer sur le cours des instruments financiers »[1184] ; enfin, l'information occasionnelle est « inhérente aux opérations financières extraordinaires »[1185].

242. La triple nature de l'information financière : Ainsi, si l'on analyse le détail du contenu de chaque type d'information, il est possibles de mettre en évidence trois caractéristiques distinctes de l'information financière. En premier lieu, certaines d'entre elles sont destinées à décrire l'ensemble des événements qui se sont écoulés sur une période donnée ; c'est le cas notamment des informations données aux actionnaires avant l'assemblée générale, du document de référence qui regroupe l'ensemble des données à publier au titre de l'information règlementée, ou encore des informations comptables délivrées périodiquement, à la fin d'un exercice, d'un semestre ou d'un trimestre d'affaires. En deuxième lieu, d'autres renseignements ont davantage une fonction d'anticipation : ils permettent d'anticiper l'évolution du cours des instruments financiers. Les comptes prévisionnels, les estimations, prévisions, tendances et objectifs possèdent ce caractère. Enfin d'autres informations ont seulement pour objectif d'informer le public qu'une opération financière importante est en cours : c'est le cas de toutes les indications relatives à l'introduction en bourse d'une société, à la préparation d'une opération financière telle que les offres publiques d'acquisition ou offres publiques d'échange, ou encore les scissions ou fusions. Constituent également des annonces censées informer le public les déclarations d'intention et de franchissement des seuils significatifs de participation. Enfin, la diffusion des informations privilégiées participe également de la mise à disposition du public de données ayant trait à des événements d'une importance indiscutable, en ce sens qu'elles ont pour objets des faits qui, lorsqu'ils sont fournis aux marchés, sont de nature à entraîner une altération notable du cours des instruments financiers.

[1183] Texte original : « ***inerente alle comunicazioni contabili*** », Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 34.

[1184] Texte original : « ***inerente agli eventi price sensitive*** », *ibid*.

[1185] Texte original : « ***inerente alle operazioni di finanza straordinaria*** », *ibid*. Des définitions identiques sont proposées par Tommaso DE VITIS : « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 617.

Il est donc possible de dégager trois caractéristiques de l'information : elle peut être **évènementielle**, en ce sens qu'elle ne fait que décrire les évènements qui sont survenus durant l'exercice écoulé ; ensuite, elle peut être **prédictive**, car elle permet d'évaluer par anticipation le cours des instruments financiers et d'identifier les risques susceptibles d'affecter l'évolution normale de ces derniers ; pour finir, elle peut être seulement **informative**, puisqu'elle avise simplement le public qu'un évènement important pour l'émetteur et son activité est sur le point de ce produire, même si dans de nombreuses hypothèses, les sociétés elles-mêmes envisagent les conséquences à venir de ces évènements proposant ainsi au marché des prévisions.

243. L'importance des circonstances de diffusion de l'information financière : Les informations financières à diffuser sont nombreuses et, de ce fait, les émetteurs peuvent se retrouver en difficulté lorsqu'il s'agit de déterminer le moment opportun et le document approprié pour adresser ces renseignements aux marchés. Pour certains d'entre eux, la question ne se pose pas car ce sont les lois ou les règlements qui ont fixé les modalités de publication, tant en ce qui concerne le support que le moment où la communication doit avoir lieu. Dans d'autres cas, ce sera à l'émetteur et à ses dirigeants d'identifier la période idéale, en évitant d'intervenir de façon prématurée ou tardive, afin que les autorités de marché ne puissent leur reprocher aucun manquement à la bonne information du public.

Quant au choix du support, il dépendra de la volonté de l'émetteur, du moins en partie. Là encore, en cas d'absence de texte régissant la diffusion des renseignements concernés, l'émetteur pourra préférer l'une ou l'autre forme de communication, suivant qu'il s'adresse à l'ensemble du public ou à ses seuls investisseurs. De même, il variera en fonction de l'objet de la communication, en fonction de s'il s'agit par exemple d'informations privilégiées, de la présentation des comptes annuels, ou encore de l'introduction d'une société en bourse, où la dimension marketing prend tout son sens au vu de la finalité d'attirer de nouveaux investisseurs. La société devra donc opter pour le support le plus à même de lui permettre d'atteindre l'objectif poursuivi par la publication envisagée.

Par conséquent, étant donné que les conditions de communication de l'information financière sont étroitement liées à l'objet de l'information et à l'intention de l'émetteur, il convient d'analyser en premier lieu son contenu pour démontrer que la France et

l'Italie impose la publication des mêmes informations (Section 1), pour ensuite en préciser les modalités de diffusion qui, à nouveau, de diffèrent pas vraiment d'un pays à l'autre (Section 2).

Section 1. La similarité des contenus de l'information financière française et italienne

244. Le choix d'une présentation bipartite de l'objet de l'information financière : L'introduction de ce chapitre a permis de mettre en évidence la triple nature évènementielle, prédictive et informative de la communication financière[1186]. Les données qui permettent d'anticiper le cours des instruments financiers résident principalement dans les estimations et les prévisions élaborées par l'émetteur lui-même ou par les analystes et journalistes financiers. Ces données, qualifiées de prospectives ne verront pas leur contenu détaillé dans ce chapitre, puisqu'elles ont été longuement définies et particulièrement décrites dans le paragraphe consacré à l'exactitude de l'information, ou plutôt à la fiabilité des informations prévisionnelles[1187]. Ne seront donc étudiés que les données à caractère descriptif qui couvrent totalement l'information périodique, ainsi que le document de référence ou l'ensemble des documents adressés aux actionnaires avant l'assemblée générale durant laquelle sont approuvés les comptes annuels (Paragraphe 1), mais également les renseignements de nature purement informative telle que les informations privilégiées ou celles qui regardent l'accomplissement d'opérations financières déterminées qui correspondent majoritairement à l'information permanente française – ou à l'information continue et occasionnelle italienne (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. Les informations à caractère descriptif

245. La classification des informations à caractère descriptif : Les informations dont l'objet est de relater l'ensemble des évènements survenus au cours d'une période déterminée sont nombreuses et coïncident partiellement avec les données comptables qui doivent être diffusées de façon périodique. Elles s'adressent en particulier aux

[1186] § 233, pp. 329-330 des présents travaux.
[1187] § 179, pp. 263 s. des présents travaux.

actionnaires, qui reçoivent un certain nombre de données avant l'assemblée générale qui clôt un exercice et durant laquelle sont approuvés les comptes sociaux. Le document de référence et le prospectus font également partie de cette catégorie, puisqu'ils regroupent l'ensemble des renseignements relatifs à l'émetteur qui doivent être fournis en cas d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission à la négociation sur un marché règlementé. Il semble également possible de conférer un caractère descriptif aux avertissements sur résultats, qui consistent pour l'émetteur à attirer l'attention des analystes et autres investisseurs aguerris sur le fait que les résultats qui seront publiés en fin d'année sont largement inférieurs aux prévisions élaborées par le consensus de marché[1188]. Seront donc étudiés successivement l'information comptable périodique (A) et les documents précédant une offre au public de titres financiers ou une demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé que celles-ci donnent lieu à l'établissement d'un prospectus (B) ou non (C), et enfin les notes d'information précédant les offres publiques d'acquisition ou d'échange (D). En revanche, les documents fournis aux actionnaires avant les assemblées générales, bien qu'ils revêtent également un caractère descriptif, ne seront pas analysés puisqu'ils ne sont pas adressés au public, dans le sens de « masse indéterminée de sujets », mais bien à une catégorie particulière d'individus, les actionnaires justement.

A- L'information comptable périodique

246. La définition de l'information périodique : Selon Pierre CLERMONTEL, cette dernière doit s'entendre « l'ensemble des informations relatives aux états financiers d'une société cotée et devant être publiées à échéances régulières »[1189]. Elle correspond donc aux données contenues dans les comptes annuels et intermédiaires que les sociétés publient dans les délais déterminés par la loi. Son caractère descriptif est indiscutable puisqu'elle met en lumière les évolutions relatives au patrimoine de la société, aux bénéfices ou aux pertes survenues durant l'année écoulée, ainsi que les tendances relatives à l'évolution des stocks, des charges et des produits de la société, etc. Comme l'expliquent Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE, « ces comptes décrivent

[1188] Pour de plus amples développements, §§ 183-184, pp. 270-272 des présents travaux.

[1189] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 125.

l'impact des opérations réalisées par l'entreprise sur sa situation patrimoniale ainsi que sur résultats et sa trésorerie. Ils retracent ainsi l'histoire financière récente de l'entreprise. Malgré leur caractère historique, ils fournissent une information précieuse permettant de cerner le fonctionnement de l'entreprise et son potentiel actuel afin d'anticiper ses performances futures »[1190]. De ces propos, la fonction de représentation de la valeur de l'entreprise par l'information financière ressort clairement. Les chiffres contenus dans les comptes donnent en effet la possibilité aux investisseurs d'apprécier l'état financier de l'entreprise, sa capacité à pouvoir s'endetter ou à investir, et donc le potentiel dont elle dispose pour affronter les défis à venir.

247. Une fonction descriptive au service de l'information régulière des investisseurs : Néanmoins, le but de l'information périodique ne réside pas seulement dans la fourniture au marché de chiffres multiples et parfois indigestes. D'ailleurs, nous verrons que les comptes ne sont pas les seuls renseignements publiés de façon régulière, mais qu'ils sont accompagnés de différents autres documents tels que le rapport financier annuel, et surtout le rapport de gestion. Ces derniers ont pour finalité de faire ressortir les éventuels risques auxquels est exposé l'émetteur, et ainsi en avertir les investisseurs afin qu'ils puissent opérer sur les marchés en toute connaissance de cause[1191]. Les autorités de surveillance des marchés avaient elles-mêmes constaté l'intérêt d'une information constante et à échéances rapprochées, notamment dans un rapport d'un groupe de travail sollicité par la Commission des opérations boursières française rendu le 6 avril 2000 : les membres de ce dernier avaient pu observer que « La publication d'une information financière régulière et fréquente, selon un système connu à l'avance par le marché, réduit tant les périodes d'incertitude pour celui-ci, que l'horizon de la prévision des analystes financiers. Elle contribue ainsi à limiter

---

[1190] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 41.
Dans le même sens, Pierre CLERMONTEL indique qu'« elle permet à un émetteur de présenter ses principaux indicateurs d'activité et constitue un cadre régulier de communication avec ses actionnaires, ses salariés, ses commissaires aux comptes et, plus largement, l'ensemble du marché », *ibid*.
De même, Jean-Yves LEGER constate encore que « L'information périodique concerne, en premier lieu, la publication des comptes grâce auxquels elle vise à présenter une image précise et complète des résultats financiers de l'entreprise et à fournir un indicateur approfondi de son activité », *in La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 23.
[1191] V. en ce sens, Pierre CLERMONTEL, *op. cit.*, p. 126.

les mauvaises surprises, à éviter les fortes corrections de cours, et à améliorer la confiance dans la maîtrise des résultats de l'entreprise »[1192]. Il en est de même des instances communautaires qui expliquaient dans le seizième considérant de la directive « *Transparence* » n° 2004/109 du 15 décembre 2004 que « *La diffusion d'informations plus fiables et fournies à des moments plus adéquats sur les résultats des émetteurs d'actions tout au long de l'exercice suppose, par ailleurs, d'élever la fréquence de publication des informations intermédiaires. Il convient donc d'introduire l'obligation de publier une déclaration intermédiaire de la direction au cours du premier semestre d'un exercice et une seconde déclaration intermédiaire de la direction au cours du semestre suivant. Les émetteurs d'actions publiant déjà des rapports financiers trimestriels ne devraient pas être tenus de publier des déclarations intermédiaires de la direction* »[1193]. C'est pourquoi les obligations d'information annuelle et semestrielle préexistantes avaient été enrichies d'une information trimestrielle. Toutefois, l'Union européenne ayant constatée qu'une telle obligation entraînait « *des charges excessives* » pour les émetteurs, elle est revenue sur sa propre règlementation en assouplissant le régime juridique des émetteurs en matière d'information financière par une directive du 22 octobre 2013[1194]. En revanche, les contenus de l'information annuelle et de l'information semestrielle n'ont pas été altérés, même si leurs modalités de communication et de conservation ont été quelque peu modifiées.

248. Les modalités de diffusion de l'information périodique annuelle et semestrielle : L'information comptable périodique annuelle fait partie intégrante de

---

[1192] § A.4, p. 16 du rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « avertissements sur résultats » et recommandations proposées, 6 avr. 2000, disponible sur http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html

[1193] Considérant n° 16 de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[1194] Directive n° 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013, modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, J.O.U.E. L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27.

l'information règlementée[1195], et par conséquent, elle suit les modalités de publication de cette dernière. C'est pourquoi, l'article 113-*ter* du texte unique en matière d'information financière italien, intitulé « *Dispositions générales en matière d'informations règlementées* »[1196], s'applique également au rapport financier annuel, qui doit donc faire l'objet d'une diffusion dans « *les quotidiens nationaux* »[1197]. Pour adresser lesdites informations aux médias, les personnes en charge de la communication du rapport financier annuel ont la possibilité de recourir à un « *système de diffusion des informations règlementées* »[1198], au sens de l'article 65, *g*) du règlement « Émetteurs », qui représente un « *système de communication électronique des informations règlementées, autorisé par la Consob, qui connecte ses propres utilisateurs aux médias, et qui est institué et organisé selon les impératifs posés par l'article 113-ter du texte unique* [en matière d'intermédiation financière] »[1199]. L'utilisation d'un tel mécanisme de transmission aux médias reste une simple faculté pour les émetteurs qui peuvent aussi opter pour la rédaction d'un document conforme au modèle fourni à l'annexe 3I du règlement « Émetteurs »[1200]. Par ailleurs, la diffusion du rapport financier annuel est mise en œuvre par d'autres moyens. Il doit être disponible auprès du siège social de l'émetteur[1201], ainsi que sur son site Internet[1202]. Ce dernier moyen peut être utilisé pour mettre à disposition l'intégralité des états financiers, auxquels renvoie le communiqué annonçant la parution desdits résultats[1203]. La société doit également communiquer le

---

[1195] Art. 221-1, al. 1er, 1°, *a*) et *b*), RG AMF et art. 113-*ter*, TUF.

[1196] Texte original : « *Disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate* » (intitulé de l'art. 113-*ter, al. 3, TUF).*

[1197] Texte original : « *su giornali quotidiani nazionali* » (art. 113-*ter*, al. 3, TUF).

[1198] Texte original : « *sistema di diffusione delle informazioni regolamentate* » (art. 65, *g*), Règlement « Émetteurs »)

[1199] Texte original : « *sistema di diffusione elettronica delle informazioni regolamentate, autorizzato dalla Consob, che collega i propri utilizzatori ai media, istituito e organizzato in aderenza ai requisiti stabiliti ai sensi dell'articolo 113-ter del Testo unico* » (même disposition).

[1200] Art. 77, Règlement « Émetteurs » par renvoi à l'article 65-*sexies* du même texte pour le rapport financier annuel ; art. 81, Règlement « Émetteurs » par renvoi à l'art. 65-*sexies* du même texte, pour le rapport financier semestriel.

[1201] Art. 154, al. 1er, TUF et 77, al. 1er, Règlement « Émetteurs » pour le rapport financier annuel ; art. 154-*ter*, al. 2, TUF et 81, Règlement « Émetteurs », pour le rapport financier semestriel.

[1202] Art. 154, al. 1er, TUF.

[1203] V. en sens Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1a ed., 2002, p. 64.

rapport financier aux personnes responsables d'un mécanisme de stockage[1204] : il s'agit d'un « *mécanisme qui offre un service de stockage centralisé des informations règlementées, tel que prévu par l'article 113-ter, alinéa 4 du texte unique [en matière d'information financière], et autorisé par la Consob* »[1205]. Cette transmission aux personnes responsables dudit mécanisme est concomitante à la communication au public du rapport annuel financier et se fait selon les modalités indiquées par le gestionnaire du mécanisme de stockage[1206].

En France, les modalités de l'information règlementée et par conséquent, celles de l'information périodique annuelle et semestrielle, sont régies par les articles 221-3 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, auxquels s'ajoute l'article L. 451-1-2, I, alinéas 1 et 2 et III du Code monétaire et financier, spécifique aux rapports financiers annuel et semestriel. Les dispositions législatives prévoient une communication à l'Autorité des marchés financiers de ces deux derniers documents, sous format électronique[1207], ainsi qu'une mise à disposition du public. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités de cette mise à disposition. L'information périodique doit ensuite être publiée sur le site Internet de l'émetteur[1208] dès qu'elle est survenue sa diffusion dans le public par le biais d'un communiqué[1209] transmis aux médias soit directement par les émetteurs[1210], soit par le biais d'un diffuseur professionnel[1211]. Lorsque le communiqué ne contient pas l'intégralité des rapports financiers annuels ou semestriels, notamment du fait du caractère volumineux des comptes sociaux, celui-ci contient « *les modalités de mise à disposition de ces rapports et informations* »[1212]. Enfin, le rapport financier annuel de

---

[1204] Art. 77, Règlement « Émetteurs », par renvoi à l'article 65-*bis*, al. 2 du même texte pour le rapport financier annuel ; art. 81, Règlement « Émetteurs » par renvoi à l'art. 65-*bis*, al. 2 du même texte, pour le rapport financier semestriel.

[1205] Texte original : « *meccanismo che presta il servizio di stoccaggio centralizzato delle informazioni regolamentate previsto dall'articolo 113-ter, comma 4, del Testo unico, autorizzato dalla Consob* [...] » (art. 65, *i*), Règlement « Émetteurs »).

[1206] Art. 77, Règlement « Émetteurs », par renvoi à l'article 65-*septies*, al. 2 du même texte pour le rapport financier annuel ; art. 81, Règlement « Émetteurs » par renvoi à l'art. 65-*septies*, al. 2 du même texte, pour le rapport financier semestriel.

[1207] Art. 221-5, RG AMF.

[1208] Art. 221-3, II, RG AMF.

[1209] Art. 221-3, I, RG AMF et 223-9 du même texte.

[1210] Art. 221-4, II, al. 2, RG AMF.

[1211] Art. 221-4, IV, RG AMF.

[1212] Art. 221-4, VI, RG AMF.

l'émetteur peut être contenu dans le document de référence, visé à l'article 212-13 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers[1213], qui constitue selon l'article 10, 1. de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003[1214] « *un document qui contient ou mentionne toutes les informations qu'ils ont publiées ou rendues publiques au cours des douze derniers mois dans un ou plusieurs États membres et dans des pays tiers pour satisfaire à leurs obligations au regard des dispositions législatives communautaires et nationales concernant la réglementation en matière de valeurs mobilières et de marchés des valeurs mobilières* ».

249. Conclusion sur la diffusion de l'information périodique : Ainsi, l'ensemble de ces dispositions permettent d'apprécier le degré d'harmonisation, au sein de l'Union européenne, dans les procédés de diffusion de l'information règlementée. Les dispositions adoptées au niveau européen depuis la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004 n'ont cessé de renforcer cette convergence des législations des États membres. Toutefois, si les modalités de communication de l'information périodique sont identiques en France et en Italie, ses composantes ne sont pas totalement identiques. Son contenu sera donc particulièrement analysé en démontrant que malgré des prescriptions similaires en France et en Italie, l'information annuelle (1) et semestrielle (2) ne couvre pas excatement les mêmes données. Pour finir, il sera expliqué qu'à ces obligations communes et expressément prévues par la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004 et réitérées dans les textes plus récents, s'ajoutent des obligations périodiques complémentaires parfois facultatives (3).

1. Les informations fournies par les émetteurs à la fin de l'exercice

250. Le contenu de l'information annuelle : Les principales obligations des émetteurs en matière d'information périodique ont été instituées par la directive « Transparence » du 15 décembre 2004[1215]. C'est donc tout naturellement que ce texte a également fixé le

[1213] Art. 212-13, VI par renvoi à l'article 221-1, al. 1er, 1°, a), du même règlement.

[1214] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[1215] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») précitée.

contenu des éléments de l'information périodique annuelle. Sa composante majeure réside dans le rapport financier annuel, qui doit comprendre un certain nombre de données mentionnées dans l'article 4 de la directive précitée, et reprises dans la législation des États membres de l'Union européenne tels que la France et l'Italie. A l'image de ce qui a pu être constaté pour les données prospectives, au sein des ordres juridiques nationaux, les normes applicables à la présentation de l'information annuelle sont nombreuses et variées quant à leur nature : en France, elles sont insérées principalement dans le Code monétaire et financier, dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ainsi que dans les instructions, recommandations et positions émises par cette dernière ; en Italie, les textes régissant cette information se trouvent à la fois dans le texte unique en matière d'intermédiation financière[1216] et dans le règlement « Émetteurs » approuvé par une délibération de la Consob du 14 mai 1999[1217]. Toutefois, le rapport financier (a) ne constitue pas le seul élément de l'information financière annuelle ; d'autres renseignements doivent être communiqués par les émetteurs (b). Ils correspondent à des obligations supplémentaires posées par les Etats-membres eux-mêmes.

a- Le rapport financier annuel, un document commun aux Etats français et italien

251. Les éléments identiques des rapports financiers annuels français et italien : Conformément à ce que prévoit l'article 4 de la directive n° 2004/109 du 15 décembre 2004, les législateurs français et italien imposent aux émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur un marché réglementé d'un pays partie à l'Espace économique européen[1218], ou sur un système multilatéral de négociation de l'un de ces Etats, de publier un rapport financier annuel comprenant cinq éléments, à savoir les comptes annuels audités, le cas échéant les comptes consolidés, un rapport de gestion, une attestation rédigée par les responsables de la rédaction des comptes sociaux, ainsi

---

[1216] Testo unico della intermediazione finanziaria (D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998).

[1217] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

[1218] Art. L. 451-1-2, I, al. 1er, C. mon. fin.

qu'un rapport des commissaires aux comptes relatifs aux états financiers ci-dessus .mentionnés[1219]. En France, une telle publication doit intervenir dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice[1220], alors qu'en Italie le délai est raccourci à cent vingt jours, et le rapport financier annuel ne peut être diffusé que vingt-et-un jours après l'assemblée générale ayant approuvé les comptes sociaux[1221].

252. L'applicabilité de l'obligation aux émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur un système multilatéral de négociation organisé : Les sociétés qui voient leurs titres échangés au sein de ces plateformes sont aussi concernées par la communication au public d'un tel rapport financier annuel[1222]. Il est vrai que l'article 221-1, 1°, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, qui précise le contenu de l'information règlementée pour les sociétés dont les titres sont négociés sur un système multilatéral de négociation organisé, ne fait absolument pas référence aux rapports financiers annuel ou semestriel, et ne vise que les programmes de rachat, les informations privilégiées et les prospectus à diffuser auprès du public en cas de première admission aux négociations sur une telle plateforme d'échange. Néanmoins, l'article 4.2 de la décision du 3 mai 2005 prise par l'Autorité des marchés française, relative à l'approbation des règles d'Alternext[1223] dispose que « *L'Emetteur rend public son rapport annuel, comprenant ses états financiers annuels, consolidés le cas échéant et dûment certifiés, ainsi qu'un rapport de gestion, dans les quatre mois suivant la clôture de son exercice* ». Cette prescription a été reprise dans la décision du 17 février 2015 modifiant les règles d'Alternext, dans son paragraphe 4.2.1[1224]. Par ailleurs, concernant les sociétés italiennes, l'article 110 du règlement « Émetteurs » impose aux sociétés émettant des instruments financiers largement répandus dans le public de mettre à la disposition de ce dernier, soit par une mise en ligne sur leur propre site Internet, soit par l'utilisation d'un système de diffusion des informations règlementées, les comptes annuels, et le cas échéant les comptes consolidés, accompagnés du rapport contenant

---

[1219] Art. L. 451-1-2, I, al. 2, C. mon. fin. et art. 222-3, RG AMF pour la France ; art. 154-*ter*, al. 1er, TUF et art. 154-*bis*, al. 5 du même texte, art. 77 du règlement « Émetteurs » pour l'Italie.

[1220] Art. L. 451-1-2, I, al. 1er, C. mon. fin.

[1221] Art. 154-*ter*, al. 2, TUF.

[1222] Art. 221-1, 1°, al. 2, RG AMF.

[1223] Déc. AMF du 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternext.

[1224] Déc. AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

l'avis de la société de contrôle des comptes. Or, l'article 2-*bis* du règlement « Émetteurs » définit la notion d'émetteurs d'instruments financiers répandus largement dans le public. Ceux-ci représentent les émetteurs qui remplissent deux conditions cumulatives : ils doivent d'une part « *ont des actionnaires autres que des associés majoritaires au moins au nombre de cinq cents qui détiennent en tout un pourcentage du capital social supérieur à 5%* »[1225] et « *n'ont pas la possibilité de rédiger leur bilan sous forme condensée au sens de l'article 2435-bis, alinéa 1er du Code civil* »[1226], c'est-à-dire lorsqu'au moins deux des trois seuils suivants n'ont pas été franchis au cours du premier exercice ou des deux exercices consécutifs : un actif à hauteur de 4,4 millions d'euros, des produits tirés des ventes et des prestations de service pour une somme totale de 8,8 millions d'euros et un nombre moyen de salariés au cours de l'exercice s'élevant à 50[1227]. Toutefois, l'alinéa 2 de cet article précise que « *les limites posées à l'alinéa précédent sont considérées comme franchies seulement si les actions* […] *sont ou ont été négociées sur des systèmes multilatéraux de négociation avec le consentement de l'émetteur lui-même ou de l'associé majoritaire* […] »[1228]. Ainsi, parmi les instruments financiers largement répandus largement dans le public, figurent les titres négociés sur les systèmes multilatéraux de négociation, et de ce fait, les sociétés auxquelles ils appartiennent sont soumises à l'obligation de publier un rapport financier annuel en vertu de l'article 110 du règlement « Émetteurs ». Les sociétés dont les instruments financiers sont négociés sur un système multilatéral de négociation doivent par ailleurs déposer l'ensemble des documents qui composent le rapport financier annuel au greffe du tribunal de commerce, « *dans le mois suivant l'approbation des comptes annuels par l'assemblée générale des actionnaires ou dans les deux mois suivant cette approbation lorsque ce dépôt est effectué par voie électronique* » pour les sociétés par actions françaises[1229], auprès du bureau du registre

---

[1225] Texte original : « *abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%* » (art. 2-*bis*, al. 1er, Règlement « Émetteurs »).

[1226] Texte original : « *non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-bis, primo comma, del codice civile* » (art. 2-*bis*, al. 1er, Règlement « Émetteurs »).

[1227] Art. 2435-*bis*, al. 1er, C. civ. it.

[1228] Texte original : *« I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni* […] *siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo* » (art. 2-*bis*, al. 2, Règlement « Émetteurs »).

[1229] Art. L. 232-23, al. 1er, C. com.

des entreprises « *dans un délai de trente jours à compter de l'approbation* [du bilan] » pour leurs homologues italiennes[1230].

Un tel choix des autorités européennes et nationales reste louable, étant donné que les systèmes multilatéraux de négociations organisés, tels qu'Alternext en France ou le Marché alternatif des capitaux en Italie, sont soumis à la législation sur les abus de marché. Par conséquent, il est possible de réprimer les opérations d'initiés, les manipulations de cours ou les diffusions d'informations fausses ou trompeuses ayant trait à des instruments financiers échangés sur de telles plateformes ; c'est pourquoi en amont, il est compréhensible que les prescriptions en matière d'information financière qui participent de la prévention de telles infractions soient applicables. Il y a là une vraie cohérence dans la démarche des législateurs français et italiens.

253. Le contenu du rapport financier annuel : Les éléments devant être insérés dans ce document ont été posés par l'article 4, 2) de la directive « *Transparence* » n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004[1231]. Il n'a pas été modifié par la récente directive n° 2013/50/UE du 22 octobre 2013, qui a toutefois porté sa durée de mise à disposition du public de cinq à dix ans[1232]. Ainsi, les éléments composant le rapport financier annuel correspondent aux « *états financiers ayant fait l'objet d'un audit* », au « *rapport de gestion* », à la déclaration des personnes attestant que les états financiers présentés respectent les normes comptables standardisées qui leur sont applicables et reposent sur des méthodes d'élaboration pertinentes, et le cas échéant, les comptes consolidés. Cette disposition a été transposée, mais pas de manière totalement identique, dans les systèmes juridiques français et italiens, aux articles L. 451-1-2 du Code monétaire et financier, repris à l'article 221-4 du règlement général de l'Autorité des marchés

---

[1230] Texte original : « *Entro trenta giorni dall'approvazione* [del bilancio] » (art. 2435, C. civ. it.).

[1231] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[1232] Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *J.O.U.E.* L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27.

financiers, et à l'article 154-*ter*, alinéa 1er du texte unique en matière d'information financière, complété par l'article 77 du règlement « Émetteurs » du 14 mai 1999, modifiés ultérieurement à diverses reprises.

Les états financiers visés dans le texte communautaire correspondent aux « *comptes annuels* » de l'article 222-3, I, 1° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et au « projet de bilan de l'exercice » des sociétés italiennes qui ont opté pour l'organisation traditionnelle ou moniste, ou au « bilan annuel » des entités ayant choisi la structure dualiste[1233]. Comme ils paraissent sous la forme d'un projet, les états financiers italiens à peine visés ne sont pas définitifs ; ainsi, nous pourrions être tentés de considérer qu'ils peuvent ne pas être complètement exacts. Néanmoins, cette crainte doit être immédiatement dissipée puisque dans les deux pays, ces documents doivent être accompagnés des rapports des commissaires aux comptes les concernant[1234] ; il en est de même pour les comptes consolidés[1235] lorsque les émetteurs sont également contraints de procéder à leur publication[1236]. De plus, l'article 77 alinéa 2-*bis* du règlement « Émetteurs » ajoute qu'au moins quinze jours avant la séance de l'assemblée destinée à statuer sur la validité des compte sociaux, ces derniers doivent être mis à disposition du public par le biais d'un dépôt auprès du siège de la société, avec les tableaux récapitulatifs des éléments essentiels des comptes annuels des sociétés

---

[1233] Art. 154-*ter*, al. 1er, TUF.

[1234] Art. 222-3, I, 5°, RG AMF et Art. 154-*ter*, TUF.

[1235] Voir pour le contenu des comptes consolidés la présentation de Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN et Christophe BENAROYA qui expliquent que « Sont présentés les comptes consolidés, en général sur les trois exercices précédents pour avoir un recul suffisant, avec :

- le compte de résultat consolidé (résultats cumulés d'exploitation de l'exercice des filiales) ;
- le bilan consolidé (situation patrimoniale cumulée tenant compte des capitaux immobilisés et disponibles rapportés aux dettes de toutes les filiales) ;
- la variation de trésorerie consolidée (analyse de l'évolution des encaissements et des décaissements) ;
- la variation des capitaux propres consolidés (analyse des mouvements effectués sur la valeur capitalisée : dividendes versés, augmentation de capital…) ;
- quelques informations qualitatives, permettant de préciser les principes comptables qui ont été retenus, tels que les méthodes de consolidation, les choix de conversion des devises et l'évolution du périmètre de consolidation, avec la liste exhaustive des sociétés consolidées », Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 476.

[1236] Art. 222-3, I, 2°, RG AMF et Art. 154-*ter*, TUF.

contrôlées par eux ou qui leur sont liées[1237]. A l'image de ce que prévoit la directive « *Transparence* », le rapport de gestion est visé dans les dispositions italiennes et françaises[1238], tout comme la « *déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité du rapport financier annuel, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, attestant qu'à leur connaissance les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et que le rapport de gestion présente un tableau fidèle de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquelles ils sont confrontés* »[1239]. Les éléments du rapport financiers annuels ayant été annoncés, il convient de fournir quelques explications quant à chacun d'eux.

254. La publication des comptes annuels : Ils constituent l'un des éléments majeurs du rapport financier annuel[1240]. Il intéresse à la fois les actionnaires qui attendent un bilan des résultats de la gestion menée au cours de l'exercice écoulé, les analystes financiers qui peuvent comparer ces données aux prévisions qu'ils avaient élaborées et ainsi réitérer ou modifier leurs prescriptions d'investissement, mais également l'ensemble des personnes qui souhaiteraient investir leur épargne dans des instruments financiers. C'est ce que confirme Jean-Yves LEGER qui considère que « Les actionnaires actuels y trouvent les éléments qualitatifs et chiffrés qui leur permettent de mieux connaître et surtout de mieux juger l'entreprise. Les investisseurs potentiels y

---

[1237] Texte original : « *Gli emittenti indicati nel comma 1, almeno quindici giorni prima della data dell'assemblea, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale le copie integrali dell'ultimo bilancio delle società controllate ovvero il prospetto riepilogativo previsto dall'articolo 2429, comma 4, del codice civile nonché il prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell'ultimo bilancio delle società collegate previsto dall'articolo 2429, comma 3, del codice civile* » (art. 77, al. 2-*bis*, Règlement « Émetteurs »). Cette disposition constitue la norma d'application de l'article 2429 du Code civil italien, alinéas 2 à 4.

[1238] Art. 222-3, I, 3°, RG AMF et Art. 154-*ter*, TUF.

[1239] Art. 222-3, I, 4°, RG AMF et Art. 154-*ter*, TUF par renvoi à l'art. 154-*bis*, al. 5, TUF.

[1240] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 473.

cherchent des raisons de devenir actionnaires. Le rapport annuel doit donc être clair et attractif pour donner envie d'investir »[1241].

Le délai de publication des comptes annuels est assez long puisqu'il s'élève à cent vingt jours après la clôture de l'exercice en Italie, et va même jusqu'à quatre mois après cette même date en France. Dans la majeure partie des hypothèses, les émetteurs n'attendent pas l'échéance de ce terme pour diffuser le compte de résultat et le compte de bilan ; ils ont tendance à fournir au public des données qui ne sont pas encore définitives, mais qui toutefois se rapprochent énormément des chiffres qui seront approuvés par l'assemblée générale de la société qui doit valider les comptes sociaux. Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN et Christophe BENAROYA justifient cette pratique par la forte attente du marché en expliquant que « La forte concurrence régnant aujourd'hui sur le marché financier pousse les grands groupes à publier, dès le mois de janvier, des résultats provisoires qui constituent une estimation fiable des résultats définitifs. Les opérateurs financiers apprécient fortement cette primeur d'informations qui arrive en prélude de la saison de publication des résultats annuels qui se termine généralement fin avril »[1242]. D'ailleurs, le législateur italien autorise expressément la publication de comptes provisoires puisqu'il évoque dans l'article 154-*ter* du texte unique en matière de d'intermédiation financière « *le projet de bilan d'exercice* » pour les sociétés qui ont choisi le modèle d'organisation traditionnel ou moniste. Par ailleurs, les comptes annuels définitifs, en plus d'être mis à position du public, doivent faire l'objet publication au Bulletin des annonces légales obligatoires dans les quarante-cinq jours suivant leur approbation par l'assemblée générale des actionnaires[1243] et d'un dépôt au greffe du tribunal de commerce dans le mois suivant ce même évènement, ou dans un délai de deux mois si le dépôt à lieu sous format électronique[1244].

[1241] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 74-75.

[1242] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 471.

[1243] Art. R. 232-11, C. com. : les comptes annuels sont alors accompagnés de la décision d'affectation du résultat et, le cas échéant, des comptes consolidés accompagnés de l'attestation des commissaires aux comptes les concernant.

[1244] Art. L. 232-23, C. com. : plus précisément, la disposition précise dans son paragraphe I que « *I. - Toute société par actions est tenue de déposer au greffe du tribunal, pour être annexés au registre du commerce et des sociétés, dans le mois suivant l'approbation des comptes annuels par l'assemblée générale des actionnaires ou dans les deux mois suivant cette approbation lorsque ce dépôt est effectué par voie électronique : 1° Les comptes annuels, le rapport de gestion, le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes annuels, éventuellement complété de leurs observations sur les modifications apportées par*

255. L'exigence de qualité des comptes annuels : Les comptes annuels désignent à la fois le compte de résultat et le compte de bilan, ainsi que l'annexe qui les accompagne[1245]. Le premier d'entre eux, selon Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE, « décrit le résultat net comptable par différence entre les produits et les charges. Ce tableau est fondamental pour l'analyse financière car il décrit le processus de production (de biens ou de services), ainsi que la formation et la répartition de la valeur entre les différents acteurs de cette production »[1246]. En vertu de la définition donnée par les mêmes auteurs, « Le bilan présente l'état des actifs, des passifs externes et des capitaux propres à la fin de l'exercice »[1247]. L'annexe, quant à elle, permet de traduire littéralement les « phénomènes » contenus dans les écritures comptables. Elle consiste à expliquer les mouvements significatifs qui affectent certains postes et l'évolution notable de certains montants constatée d'un exercice sur l'autre. Elle contient également l'explication des méthodes comptables utilisées par les dirigeants pour élaborer les comptes ; ces indications complémentaires sur les méthodes de calcul sont des éléments précieux pour les investisseurs qui interprètent les différents postes des comptes. Elle peut enfin servir à mettre en avant les domaines dans lesquels l'émetteur performe et dont l'exploitation a permis une amélioration notable de la situation financière ou patrimoniale de ce dernier[1248] ; c'est pourquoi les informations de nature sectorielle, qu'elles concernent le territoire où la société opère ou son domaine d'activité, revêtent elles aussi une importance non négligeable dans la communication financière des sociétés[1249].

La présentation de ces documents repose sur des méthodes comptables déterminées et leur qualité est assurée par de multiples dispositions qui viennent régir leur élaboration.

---

l'assemblée aux comptes annuels qui ont été soumis à cette dernière ainsi que, le cas échéant, les comptes consolidés, le rapport sur la gestion du groupe, le rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés et le rapport du conseil de surveillance ; 2° La proposition d'affectation du résultat soumise à l'assemblée et la résolution d'affectation votée ».

[1245] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 43.

[1246] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *op. cit.*, p. 49.

[1247] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *op. cit.*, p. 45.

[1248] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 167.

[1249] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 56.

En premier lieu, l'article L. 123-14, alinéas 1 et 2 du Code de commerce français dispose que « *Les comptes annuels doivent être* ***réguliers***, ***sincères*** *et donner une* ***image fidèle*** *du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise. Lorsque l'application d'une prescription comptable ne suffit pas pour donner l'image fidèle mentionnée au présent article, des informations complémentaires doivent être fournies dans l'annexe* »[1250]. Les deux premiers alinéas de l'article 2423 du Code civil italien sont rédigés dans des termes très proches, puisqu'ils prévoient que *« Le bilan doit être rédigé* ***avec clarté*** *et doit refléter* ***de façon sincère*** *et* ***correcte*** *la situation patrimoniale et financière de la société et le résultat économique de l'exercice Si les informations requises par certaines dispositions légales spécifiques ne suffisent pas à donner une représentation sincère et correcte, les informations nécessaires à la réalisation de cet objectif doivent être fournies* »[1251]. L'ensemble des qualificatifs utilisés par les dispositions à peine citées n'est pas sans rappeler ceux qui qualifient la communication financière en général, puisque rappelons-le, l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers exige que l'émetteur diffuse une information « *exacte, précise et sincère* », et l'article 65-*bis* du règlement « Émetteurs » relatif aux « *Qualités requises pour les informations règlementées* »[1252] évoque la « *clarté* »[1253] et « *la minimisation du risque d'altération des données* »[1254]. Les textes précités représentent donc des déclinaisons spécifiques de l'information financière exacte et non trompeuse. La finalité de prévention de diffusion fausses, mensongères ou tendancieuses – et d'autres infractions telles que la présentation de comptes infidèles ou inexacts[1255] pour l'infraction française ou de « *fausses informations sur les sociétés* »[1256] pour le délit italien –, apparaît à nouveau. L'alinéa 3 de l'article L. 123-14 du Code de commerce français renforce cette impératif d'exactitude en précisant que « Si, dans un cas exceptionnel, l'application d'une

---

[1250] Mis en gras par nous.

[1251] Mis en gras par nous. Texte original : « *Il bilancio deve essere redatto* ***con chiarezza*** *e deve rappresentare* ***in modo veritiero*** *e* ***corretto*** *la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio. Se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo* » (art. 2423, C. civ. it.).

[1252] Texte initial : « *Requisiti delle informazioni regolamentate* » (intitulé de l'article 65-*bis* du Règlement « Émetteurs »).

[1253] Texte initial : « *chiarezza* » (même article).

[1254] Texte initial : « *minimizzare il riscio di alterazione dei dati* » (ibid.).

[1255] Art. L. 242-6, al. 1er, 2°, C. com. fr.

[1256] La dénomination originale est la suivante : « *False comunicazioni sociale* ». Il s'agit de l'intitulé de l'article 2621 du Code civil italien qui réprime ce délit, avec l'article 2622 du même code.

prescription comptable se révèle impropre à donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière ou du résultat, il doit y être dérogé. Cette dérogation est mentionnée à l'annexe et dûment motivée, avec l'indication de son influence sur le patrimoine, la situation financière et le résultat de l'entreprise ». La même règle se retrouve dans la législation italienne, à l'article 2423, alinéa 4 de son code civil[1257]. Ainsi, toute écriture comptable anormale, au du moins inhabituelle, doit être justifiée et expliquée afin de ne pas induire en erreur les destinataires des comptes sociaux.

En deuxième lieu, l'article L. 123-15, alinéa 1er, du Code de commerce français précise quant à lui que « *Le bilan, le compte de résultat et l'annexe doivent comprendre autant de rubriques et de postes qu'il est nécessaire pour donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise. Chacun des postes du bilan et du compte de résultat comporte l'indication du chiffre relatif au poste correspondant de l'exercice précédent* ». De la même manière, l'article 223-*ter*, alinéa 5 du Code civil italien impose que « *Pour chaque poste du compte de bilan et du compte de résultat, le montant du poste correspondant de l'exercice précédent doit être indiqué. Si les postes ne sont pas comparables, ceux de l'exercice précédent doivent être adaptés ; l'impossibilité de comparer et l'adaptation doivent être signalés et commentés dans l'annexe* »[1258]. Cette seconde série de dispositions garantit également le caractère non trompeur de l'information, car ces dernières assurent une continuité dans la façon de présenter les comptes d'un exercice à l'autre, en imposant qu'ils soient détaillés et qu'ils contiennent l'ensemble des postes qui permettent de représenter l'intégralité du patrimoine et de l'évolution des charges et produits de l'entreprise. Participent aussi de cette finalité les textes qui posent le principe de non-compensation entre les postes d'actif et de passif du bilan et entre les charges et les produits du compte de résultat[1259].

[1257] L'article 2423, alinéa 4 du Code civil italien dispose en effet que « *si, dans des hypothèses exceptionnelles, l'application d'une disposition contenue dans les articles suivants est incompatible avec la représentation sincère et correcte, la disposition ne doit pas être appliquée. L'annexe doit motiver cette dérogation et indiquer son influence sur la représentation de la situation patrimoniale, financière et [sur celle] du bilan* » ; texte original : « *Se, in casi eccezionali, l'applicazione di una disposizione degli articoli seguenti è incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta, la disposizione non deve essere applicata. La nota integrativa deve motivare la deroga e deve indicarne l'influenza sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico* ».

[1258] Texte original : « *Per ogni voce dello stato patrimoniale e del conto economico deve essere indicato l'importo della voce corrispondente dell'esercizio precedente. Se le voci non sono comparabili, quelle relative all'esercizio precedente devono essere adattate; la non comparabilità e l'adattamento o l'impossibilità di questo devono essere segnalati e commentati nella nota integrativa* » (art. 2423-*ter*, C. civ. it.).

[1259] Art. L. 123-19, al. 1 et 2, C. com. fr. et art. 2423-*ter*, al. 6, C. civ. it.

En troisième et dernier lieu, les comptes sociaux sont soumis au principe de permanence des méthodes, qui implique que les principes comptables mis en œuvre par les sociétés pour présenter les comptes soient réutilisés d'un exercice à l'autre. En cas d'application d'une règle différente lors d'un nouvel exercice, le changement doit être signalé et expliqué dans les annexes aux comptes, comme l'indique l'article L. 123-17 du Code de commerce français, lequel dispose qu'« *à moins qu'un changement exceptionnel n'intervienne dans la situation du commerçant, personne physique ou morale, la présentation des comptes annuels comme des méthodes d'évaluation retenues ne peuvent être modifiées d'un exercice à l'autre. Si des modifications interviennent, elles sont décrites et justifiées dans l'annexe et signalées, le cas échéant, dans le rapport des commissaires aux comptes* »[1260].

De telles règles donnent la possibilité aux destinaires des comptes annuels de les comprendre parfaitement, en ayant une vision globale et minutieusement détaillée de l'évolution économico-patrimoniale de la société, ce qui renvoie indubitablement à la fonction économique de l'information financière, qui doit mettre en mesure les investisseurs de se représenter la valeur de l'entreprise. Par ailleurs, l'étude de ces dispositions a également permis de montrer le degré élevé d'harmonisation entre qui caractérise les règlementations française et italienne en matière de comptes annuels, harmonisation qui tend même à devenir uniformisation par le biais du développement des normes comptables internationales.

256. L'universalisation des règles de présentation des données comptables : La globalisation des marchés financiers, et plus encore la volonté des États membres de l'Union européenne de création d'un marché unique, ont entraîné une multicotation croissante des émetteurs sur des territoires nationaux différents. Or, dès lors qu'une société émet des instruments financiers dans un pays déterminé, elle doit assurer aux investisseurs concernés une information continue et tout aussi claire que celle qu'elle fournirait dans son État de cotation d'origine. Seulement, les règles de présentation des états financiers divergeaient amplement d'une législation à l'autre, malgré le renforcement de l'internationalisation de l'économie, ce que constataient les instances

[1260] L'article R. 232-5 du Code de commerce français complète cette disposition en précisant que « *Les règles de présentation et les méthodes utilisées pour l'élaboration des documents mentionnés à l'article R. 232-3 ne peuvent être modifiées d'une période à l'autre sans qu'il en soit justifié dans les rapports mentionnés à l'article R. 232-4. Ces derniers décrivent l'incidence de ces modifications* ».

communautaires dans le troisième considérant du règlement (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales : « *Les obligations de publicité que [les directives déjà applicables] prévoient ne peuvent pas garantir le degré élevé de transparence et de comparabilité que l'information financière publiée par toutes les sociétés communautaires faisant appel public à l'épargne doit présenter pour permettre la création d'un marché intégré des capitaux efficace et harmonieux. Il convient donc de compléter le cadre juridique applicable aux sociétés qui font appel public à l'épargne* »[1261]. C'est pourquoi, dans les années 2000 se sont développées les normes comptables internationales standardisées[1262], afin d'assurer une présentation similaire des comptes sociaux et des comptes consolidés, dans le but de favoriser l'intelligibilité des documents comptables par tous les investisseurs, quel que soit le territoire où ils opèrent[1263] et de consolider l'intégration des marchés financiers[1264]. Cet objectif est expressément énoncé dans l'article 1er du règlement ci-dessus mentionné, lequel dispose que « *Le présent règlement a pour objectif l'adoption et l'application des normes comptables internationales dans la Communauté, dans le but d'harmoniser l'information financière présentée par les sociétés visées à l'article 4, afin de garantir un degré élevé de transparence et de comparabilité des états financiers et, partant, un fonctionnement efficace du marché communautaire des capitaux et du marché intérieur* ».

Elles regroupent principalement les normes comptables internationales (IAS)[1265] et les normes internationales financières (IFRS)[1266], ainsi que les interprétations émises par l'IFRIC et les normes et interprétations diffusées par l'IASB[1267]. Elles sont impulsées, au niveau international, par l'*International Organisation of Securities Commissions* qui regroupe la majeure partie des régulateurs mondiaux et qui travaille notamment à

[1261] Considérant n° 3 du règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, *J.O.C.E.* L 143 du 11 sept. 2002, pp. 1-4.

[1262] Roberto ROTA, « Art. 117 – Informazione contabile », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, pp. 634-635.

[1263] Roberto ROTA, *op. cit.*, p. 634.

[1264] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 32.

[1265] IAS = *International Accounting Standards*.

[1266] IFRS = *International Financial Reporting Standards*. V. en ce sens Nicole DECOOPMAN, Régis VABRES et Alexandra THIL, « Autorité des marchés financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, cote 01,2012, 14 nov. 2011, §27.

[1267] Art. 2 du règlement (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales précité.

l'élaboration de standards destinés à améliorer la transparence et la stabilité des marchés financiers. D'ailleurs, ce rapprochement des normes comptables n'a pas seulement facilité la compréhension de l'information financière périodique pour le public, il a également contribué à simplifier la tâche des émetteurs en leur donnant la possibilité de publier des états financiers de façon similaire, voire identique, dans tous les pays où ils sont cotés. Sont concernées par la présentation conforme des états financiers aux normes comptables internationales, les sociétés dont les instruments financiers sont négociés sur un marché règlementé contraintes de présenter au public des comptes consolidés[1268] ; dans cette hypothèse, ces dernières sont soumises au règlement communautaire (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application normes comptables internationales[1269]. Cependant, de nombreuses divergences subsistent notamment entre les règles établies par l'Union européenne et celles applicables aux Etats-Unis, désignées par le sigle US GAAP[1270].

257. Les garanties de qualité des comptes annuels apportées par les commissaires aux comptes : Il a été rappelé que le rapport financier annuel comprend une attestation des personnes en charge de la rédaction des documents comptables, cette exigence étant posée tant par la directive communautaire dite « *Transparence* » du 15 décembre 2004[1271], que par les textes nationaux français[1272] et italien[1273]. Ces personnes doivent être clairement identifiées et elles doivent attester, dans cette déclaration, « *qu'à leur connaissance les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et que le rapport de gestion présente un tableau fidèle de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la*

[1268] Art. 223, I, 2°, RG AMF et art. 154-*ter*, al. 3, TUF et 165-*quater*, TUF.

[1269] Règlement (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales précité.

[1270] US GAAP = *United-States Generally Accepting Accounting Principles*. V. en ce sens Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *ibid.* ; Roberto ROTA, *op. cit.*, pp. 634-635.

[1271] Art. 5, 2., c) de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[1272] Art. 222-3, I, 4°, RG AMF.

[1273] Art. 154-*ter*, al. 1er, TUF par renvoi à l'art. 154-*bis*, al. 5 du même texte.

consolidation ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquelles ils sont confrontés »[1274]. Ainsi, les dirigeants qui élaborent les comptes sociaux engagent leur responsabilité à l'égard de l'ensemble du public, mais ils ne sont pas les seuls : il en est de même des commissaires aux comptes, dont le rapport sur les comptes annuels, et le cas échéant sur les comptes consolidés, doit être intégré au rapport financier annuel[1275].

Ces professionnels apparaissent comme une garantie, puisque leur fonction est de s'assurer que les méthodes comptables utilisées sont pertinentes et que leur application est correcte. Celui-ci peut émettre des observations sur l'élaboration des comptes et formuler des réserves relatives à la présentation des comptes[1276]. Selon l'article L. 823-9, alinéa 1er du Code de commerce français, « *Les commissaires aux comptes certifient, en justifiant de leurs appréciations, que les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la personne ou de l'entité à la fin de cet exercice* »[1277]. Ils assurent donc au public que la comptabilité diffusée est correcte et, par conséquent, que les chiffres contenus dans cette dernière sont fiables et permettent ainsi une représentantion juste de la valeur de la société qu'ils ont contrôlée. Ils engagent donc leur responsabilité de par les rapports qu'ils rédigent et qu'ils signent. Leur mission est d'autant plus importante que, bien que les dirigeants soient obligés d'affirmer la régularité des comptes qu'ils ont élaborés, ceux-ci peuvent être tentés de

---

[1274] Art. 222-3, I, 4° RG AMF et 154-*ter*, al. 1er, TUF par renvoi à l'art. 154-*bis*, al. 5 du même texte.

[1275] Art. 4, 2., a) de la directive « *Transparence* » précitée, repris par les articles 222-3, I, 5° RG AMF et 154-*ter*, al. 1er, TUF.

[1276] Art. R. 232-7, al. 1er, C. com. fr.

[1277] L'ancien article 2409-*ter*, alinéa 1er du Code civil italien, modifié par le décret législatif n° 32 du 2 février 2007, puis abrogé par le décret légaslatif n° 39 du 27 janvier 2010, expliquait quant à lui que *« Le commissaire aux comptes et la société en charge du contrôle comptable : a) vérifie, au cours de l'exercice et selon une périodicité au moins trimestrielle, la tenue régulière de la comptabilité sociale et l'exactitude de la mention des faits de gestion dans les écritures comptables ; b) vérifie si les comptes de l'exercice et, le cas échéant, les comptes consolidés correspondent aux résultats des écritures comptables et des vérifications effectuées, et s'ils sont conformes aux normes qui les régissent ; c) exprime par le biais d'un rapport prévu à cet effet un avis sur les comptes annuels et sur les comptes consolidés, le cas échéant* » ; texte original : « *Il revisore o la società incaricata del controllo contabile: a) verifica, nel corso dell'esercizio e con periodicità almeno trimestrale, la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione nelle scritture contabili dei fatti di gestione; b) verifica se il bilancio di esercizio e, ove redatto, il bilancio consolidato corrispondono alle risultanze delle scritture contabili e degli accertamenti eseguiti e se sono conformi alle norme che li disciplinano; c) esprime con apposita relazione un giudizio sul bilancio di esercizio e sul bilancio consolidato, ove redatto* ».

modifier ou d'altérer les montants de certains postes, ou encore de faire disparaître quelques écritures, sans réellement fausser le contenu du bilan, pour minimiser l'impact de quelques évènements nocifs pour la situation patrimoniale ou économique de la société[1278]. C'est pourquoi les commissaires aux comptes vérifient les comptes annuels sont sincères et qu'ils reflètent la gestion menée par la société. De la gestion, il est aussi rendu compte dans le rapport présenté par le conseil d'administration ou le directoire à l'assemblée des actionnaires.

258. Le contenu du rapport de gestion : Ce document correspond à la quatrième composante du rapport financier annuel. Là encore, il est possible d'observer une similarité des dispositions françaises et italiennes qui régissent son contenu, ce qui montre le haut degré d'harmonisation des dispositions en matière d'information sur les sociétés. L'article 2428, alinéa 1er du Code civil italien précise sur ce point que « *Les comptes annuels doivent être accompagnés d'un rapport des administrateurs contenant une analyse fidèle, équilibrée et exhaustive de la situation de la société et de l'évolution et du résultat de la gestion, à la fois globale et dans les différents secteurs dans lesquels celle-ci a opéré, y compris par le biais des sociétés qu'elle contrôle, avec une particulière attention aux coûts, aux produits et aux investissements, ainsi qu'une description des principaux risques et incertitudes auxquels la société est exposée* »[1279]. L'alinéa 2 de ce texte ajoute que « *L'analyse dont il est fait mention au premier alinéa* […] *contient, dans la mesure nécessaire à la compréhension de la situation de la société et de l'évolution et du résultat de sa gestion, les indicateurs de performance financiers et, si nécessaire, les indicateurs non financiers pertinents pour l'activité spécifique de la société, notamment les informations relatives à l'environnement et au personnel. L'analyse contient, quand cela est opportun, des références aux montants mentionnés dans le bilan et des éclaircissements*

[1278] V. en ce sens Paul AMADIEU et Véronique BESSIERE qui observent que « […] dans certaines situations, il arrive que ceux-ci souhaitent faire apparaître un résultat soit plus élevé, soit plus faible, soit moins variable. Ils vont alors conduire une gestion de leurs résultats. Celle-ci ne consiste pas à réaliser certaines opérations en vue de modifier le résultat mais bien à transformer les données comptables pour que le résultat soit conforme à des objectifs donnés », *in Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 75.

[1279] Texte original : « *Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta* » (art. 2428, al. 1er, C ; civ. it.).

complémentaires les concernant »[1280]. Ce sont des termes presque totalement identiques qui ont été utilisés par le législateur français dans les alinéas 3 à 5 de l'article L. 225-100 du Code de commerce, relatif au contenu du rapport de gestion[1281]. Les chiffres-clés peuvent d'ailleurs faire l'objet d'une classification, par secteur d'activité ou par secteur géographique par exemple, afin de préciser l'analyse de l'activité de l'entreprise et de renforcer la lisibilité des comptes annuels[1282]. Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET ont précisé la fonction de ces indicateurs financiers et non financiers en expliquant que « [Les chiffres clés] doivent résumer les informations essentielles figurant dans les comptes concernés. La pertinence des indicateurs financiers suppose qu'ils appuient sur une analyse approfondie de l'environnement de l'émetteur et fassent ressortir de manière sincère les principaux paramètres financiers de sa situation financière. L'émetteur les choisit en fonction de son activité et des principaux postes de ses états financiers »[1283]. Ainsi, comme la publication des comptes annuels joue un rôle fondamental dans l'évaluation par les investisseurs de la valeur de l'entreprise, à l'image de l'ensemble de l'information périodique d'ailleurs, les dirigeants ont tout intérêt à insister sur les indicateurs démontrant leur performance et leur savoir-faire, autrement dit, ceux qui leur permettent de se distinguer de leurs concurrents. Cependant, il convient pour les sociétés de veiller à ce que ces chiffres ne nuisent pas à la clarté des

---

[1280] Texte original : « *L'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale. L'analisi contiene, ove opportuno, riferimenti agli importi riportati nel bilancio e chiarimenti aggiuntivi su di essi* » (art. 2428, al. 2, C. civ. it.).

[1281] Les dispositions citées précisent en effet que : « *Ce rapport comprend* ***une analyse objective et exhaustive de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société****, notamment de sa situation d'endettement, au regard du volume et de la complexité des affaires. Dans la mesure nécessaire à la* ***compréhension de l'évolution des affaires, des résultats ou de la situation de la société*** *et indépendamment des* ***indicateurs clés de performance de nature financière*** *devant être insérés dans le rapport en vertu d'autres dispositions du présent code, l'analyse comporte le cas échéant* ***des indicateurs clés de performance de nature non financière ayant trait à l'activité spécifique de la société****, notamment* ***des informations relatives aux questions d'environnement et de personnel****.*
Le rapport comporte également une description ***des principaux risques et incertitudes auxquels la société est confrontée****.*
L'analyse mentionnée au troisième alinéa contient, le cas échéant, ***des renvois aux montants indiqués dans les comptes annuels et des explications supplémentaires y afférentes*** » (mis en gras par nous).

[1282] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 168.

[1283] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 174.

états financiers qu'ils accompagnent. Ainsi, l'Autorité des marchés financiers leur recommande de définir les indicateurs qu'elles utilisent, de justifier leur utilisation ou leur absence des comptes et de les conserver dans le temps[1284]. Par ailleurs, les méthodes de calcul de ces indicateurs doivent être explicitées[1285]. Toutefois, elle ajoute que « *Lorsque la société a une politique constante et stable de présentation de ses indicateurs, et que ceux-ci sont usuels dans le secteur d'activité concerné, il est possible de ne pas rappeler l'explication et de ne pas présenter la réconciliation de ces indicateurs dans le communiqué si ces éléments sont présentés dans des documents d'information annuels ou semestriels (comptes, document de référence ou rapports financiers)* »[1286]. De même, à l'image de ce qui est prescrit pour les états financiers, la valeur des indicateurs chiffrés de l'exercice précédent ou de la période antérieure doit être indiquée afin de permettre une meilleure comparabilité[1287]. Là encore, l'autorité française s'assure que les données fournies sont justes, puisqu'elle précise dans une position du 17 novembre 2010 qu'elle « *sera vigilante quant à la bonne application de ces principes et pourrait être amenée à demander une rectification lorsqu'elle constate que le non respect de ces principes conduit à une information qui n'est pas exacte, précise et sincère* »[1288]. Enfin, pour les sociétés dont les instruments financiers sont négociés sur un marché règlementé, le rapport de gestion contient de nombreuses informations complémentaires, relatives notamment à la structure de leur capital et à leur statut dont il ne convient pas de faire état ici au vu de la multiplicité des prescriptions en la matière[1289].

259. Les mentions supplémentaires au sein du rapport de gestion pour les sociétés dont les titres sont négociés sur des marchés règlementés : Comme cela a été vu précédemment[1290], dès lors qu'une société est cotée sur un marché règlementé, elle est soumise aux exigences maximales posées en matière d'informations financières.

[1284] AMF, Position-recommandation n° 2010-11 du 17 nov. 2010, dite « Communication des sociétés sur leurs indicateurs financiers », p. 1.
[1285] *Ibid.*, p. 2.
[1286] *Ibid.*, p. 1.
[1287] *Ibid.*, p. 2.
[1288] *Ibid.*, p. 3.
[1289] Les dispositions prévoyant ces informations complémentaires correspondent notamment aux articles L. 225-100-3 et suivants du Code de commerce français et 2428 du Code civil italien.
[1290] § 86, pp. 186-188 des présents travaux.

C'est pourquoi celles-ci doivent insérer d'autres renseignements dans le rapport de gestion, en plus de ceux déjà mentionnés. Alors qu'en France, ils sont éparpillés au sein du Code de commerce, le législateur italien a choisi de les regrouper au sein des articles 123-*bis* et 123-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière.

Ils correspondent notamment à la structure du capital de l'émetteur, puisque l'article L. 233-13 du Code de commerce français dispose que « *le rapport présenté aux actionnaires sur les opérations de l'exercice mentionne l'identité des personnes physiques ou morales détenant directement ou indirectement plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital social ou des droits de vote aux assemblées générales. Il fait également apparaître les modifications intervenues au cours de l'exercice. Il indique le nom des sociétés contrôlées et la part du capital de la société qu'elles détiennent. Il en est fait mention, le cas échéant, dans le rapport des commissaires aux comptes* ». Dans le même esprit, l'article 123-*bis*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière italien exige que soit détaillée la composition du capital[1291] des sociétés émettant des titres négociés sur les marchés règlementés et les participations significatives détenues directement ou indirectement[1292]. Le rapport de gestion doit également rendre compte de la participation des salariés au capital social[1293] ou du mécanisme d'exercice des droits de vote par ces mêmes salariés[1294].

D'autres données concernent la rémunération des mandataires sociaux pour la législation française[1295] et des dirigeants pour les textes italiens[1296]. Elles visent la politique de la société en cette matière, les mesures instituées afin de mettre en œuvre cette politique, les éléments composant la rémunération des mandataires sociaux. De même, sont mentionnées la nature des sommes qui seront versées en cas de cessation des fonctions par lesdits mandataires ou dirigeants sociaux[1297].

[1291] Texte original : « *la struttura del capitale sociale* » (art. 123-*bis*, al. 1er, *a*), TUF).

[1292] Texte original : « *le partecipazioni rilevanti nel capitale, dirette o indirette* » (art. 123-*bis*, al. 1er, *c*), TUF).

[1293] Art. L. 225-102, C. com. fr.

[1294] Texte original : « *il meccanismo di esercizio dei diritti di voto previsto in un eventuale sistema di partecipazione azionaria dei dipendenti* » (art. 123-*bis*, al. 1er, *e*), TUF).

[1295] Art. L. 225-102-1, C. com. fr.

[1296] Art. L. 123-*ter*, TUF.

[1297] Art. L. 225-102, al. 3, C. com. fr. et art. 123-*bis*, al. 1er, *i*), TUF.

D'autres encore constituent des informations en matière sociale et environnementales[1298]. Elles font l'objet d'un avis formulé par un organisme extérieur à la société et indépendant, lequel est joint au rapport de gestion[1299]. Enfin, d'autres indications peuvent évoquer l'adhésion de l'émetteur à des codes de conduite, avec la mention des dispositions éventuelles qui ne sont pas appliquées et les raisons de ces dérogations, ainsi que l'endroit où peuvent être consultés lesdits codes par le public[1300]. Toutefois, en France, les informations relatives à la soumission de la société à de telles normes sont contenues dans le rapport de contrôle interne rédigé par le conseil de surveillance, joint au rapport sur la gestion[1301].

260. La publication des comptes consolidés : A côté des comptes sociaux, certaines sociétés commerciales doivent également présenter au public les comptes consolidés concernant le groupe auquel elles appartiennent. Ces documents constituent le dernier élément du rapport financier annuel. De façon schématiques, ils concernent « les entreprises constituées de plusieurs sociétés contrôlées par l'une d'entre elles, la société mère : ces groupes doivent établir des comptes représentant globalement les activités de la société mère et de ses filiales. Ces sociétés doivent donc présenter deux types de comptes : individuellement chacune établit ses propres comptes sociaux, auxquels se superposent les comptes de l'ensemble du groupe consolidé présentés par la société mère »[1302]. La publication des comptes consolidés est régie par les articles L. 233-16 et suivant du Code de commerce français par le décret législatif italien n° 127 du 9 avril 1991, modifié ultérieurement à de nombreuses reprises[1303]. L'article L. 233-16, I du code à peine mentionné dispose que « *Les sociétés commerciales établissent et publient chaque année à la diligence du conseil d'administration, du directoire, du ou des gérants, selon le cas, des comptes consolidés ainsi qu'un rapport sur la gestion du groupe, dès lors qu'elles contrôlent de manière exclusive ou conjointe une ou*

[1298] Art. L. 225-102-1, al. 5, C. com. fr.

[1299] Art. L. 225-102-1, al. 7, C. com. fr.

[1300] Art. L. 225-68, al. 8, C. com. fr. et art. 123-*bis*, al. 2, *a*), TUF.

[1301] Art. L. 225-68, al. 8, C. com. fr.

[1302] Paul AMADIEU, Véronique BESSIERE, *Analyse de l'information financière. Diagnostic, évaluation, prévisions et risques*, Economica, Coll. « Finance », 2° éd., 2010, p. 37.

[1303] D. lgs. del 9 apr. 1991, n. 127, « attuazione delle Direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 marzo 1990, n. 69 », *G.U.* n. 90 del 17 apr. 1991, *suppl. ordinario* n. 27.

plusieurs autres entreprises ou qu'elles exercent une influence notable sur celles-ci, dans les conditions ci-après définies ». Certaines sociétés commerciales peuvent être exonérées de la publication des comptes consolidés, mais les sociétés qui émettent des valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché règlementé ou des titres de créance négociables ne peuvent bénéficier de cette exonération[1304].

L'article L. 233-20, alinéas 1 et 2 précisent le contenu des comptes consolidés, qui « […] *comprennent le bilan et le compte de résultat consolidés ainsi qu'une annexe : ils forment un tout indissociable. A cet effet, les entreprises comprises dans la consolidation sont tenues de faire parvenir à la société consolidante les informations nécessaires à l'établissement des comptes consolidés* ». Ainsi, ils présentent une structure comparable aux comptes sociaux. Ce sont les mêmes éléments qui composent les comptes consolidés dans la législation italienne en vertu de l'article 29, alinéa 1er du décret législatif du 28 avril 1991 précité. Roberto ROTA a relevé la pertinence de la publication de ces documents dans son commentaire consacré à l'article 117 du texte unique en matière d'intermédiation financière, consacré à « *l'information comptable* »[1305] ; il explique que « Sur ce point, il est possible de remarquer que la disposition examinée reconnaît expressément un rôle aux comptes consolidés, comme instrument d'information nécessaire aux investisseurs afin qu'ils effectuent leurs choix. En effet, l'expérience ancienne des principaux marchés mondiaux met en évidence comment les résultats consolidés du groupe constituent un élément clé pour les décisions des opérateurs. Les comptes consolidés, qui fournissent une représentation globale du groupe, revêtent une importance fondamentale pour les utilisateurs finaux des comptes et pour les investisseurs, surtout dans ce cadre de globalisation des marchés et de libre circulation des capitaux »[1306]. Par conséquent, les comptes consolidés apportent des données complémentaires aux investisseurs, qui peuvent ainsi situer un émetteur

---

[1304] Art. L. 233-17, al. 1er, C. com. fr. et art. 117, al. 1er, TUF.

[1305] Texte original : « *informazione contabile* » (intitulé de l'art. 117, TUF).

[1306] Texte original : « *Al riguardo si osserva che la norma in esame rappresenta un riconoscimento al ruolo del bilancio consolidato quale strumento informativo necessario agli investitori per le loro scelte. L'esperienza maturata nei principali mercati mondiali evidenzia infatti come i risultati consolidati di gruppo rappresentino un elemento chiave per le decisioni degli operatori. Il bilancio consolidato, fornendo una rappresentazione unitaria del gruppo, ha assunto una rilevanza fondamentale per gli utilizzatori finali del bilancio e per gli investitori, soprattutto in un'ottica di globalizzazione dei mercati e di libera circolazione dei capitali* », *in* Roberto ROTA, « Art. 117 – Informazione contabile », in Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, pp. 631-632.

déterminé dans le contexte du groupe auquel il appartient, améliorant ainsi la précision de l'évaluation de la valeur des instruments financiers qu'il diffuse.

261. Une qualité des comptes consolidés identique à celle des comptes sociaux : A l'image de ce qui est établi pour les comptes sociaux[1307], « *Les comptes consolidés doivent être* ***réguliers*** *et* ***sincères*** *et donner* ***une image fidèle*** *du patrimoine, de la situation financière ainsi que du résultat de l'ensemble constitué par les entreprises comprises dans la consolidation* »[1308]. Là encore, il est possible de retrouver les qualificatifs censés caractériser l'information financière qui doit être exacte et non trompeuse. Ces dispositions montrent à nouveau la volonté de fournir aux investisseurs des renseignements intelligibles et précis, qui les mettent en mesure d'estimer à leur juste valeur les sociétés cotées et de procéder à des transactions en toute connaissance de cause. De même, les commissaires aux comptes garantissent à nouveau la fiabilité des méthodes comptables utilisées et la présentation correcte des documents visés ci-dessus. De manière surprenante, l'article L. 233-21, alinéa 2 du Code de commerce français renvoi aux alinéas 1 et 2 de l'article L. 123-14 du même code, alors que c'est justement le premier alinéa de cet article qui pose les exigences de sincérité et d'image fidèle des comptes sociaux. À première vue, une telle référence semblerait constituer une prescription redondante, à moins qu'il soit considéré qu'au sein des comptes consolidés, les postes relatifs à une société du périmètre de consolidation prise isolément doivent également être le reflet de la situation patrimoniale et financière de ladite entreprise. Cette interprétation semble être la plus pertinente, car dans le cas contraire, c'est-à-dire s'il était simplement fait référence à l'exigence de sincérité des comptes, il y aurait là un impératif inutilement répété. Du fait de ce renvoi, il est également permis d'écarter les règles comptables qui ne permettent pas d'atteindre l'objectif de présentation claire et exacte des comptes consolidés[1309].

262. Conclusion quant au rapport financier annuel : Chacune des composantes du rapport financier annuel été étudiée. Leur analyse a contribué à démontrer une fois

---

[1307] Art. L. 123-14 s., C. com. fr. et art. 2423 s., C. civ. it.

[1308] Mis en gras par nous. Art. L. 233-21, al. 1er, C. com. fr. et 29, al. 2 du décret n° 127 du 9 avr. 1991 précité.

[1309] La même possibilité est donnée aux sociétés-mères italiennes par l'article 29, alinéa 5 du décret n° 127 du 9 avril 1991.

encore la nette convergence des législations française et italienne en matière d'information financière. De plus, les exigences de clarté et de sincérité qui caractérisent ces documents, à l'image des impératifs relatifs à la communication financière en général, caractérisent à nouveau deux des fonctions revêtues par cette dernière et déjà évoquées : d'une part, la finalité économique de l'information qui consiste à donner aux investisseurs la possibilité de se représenter la valeur de l'entreprise, et d'autre part, son rôle de prévention des abus de marché par le biais d'une diffusion de renseignements de qualité, précis et non équivoques. Néanmoins, le rapport financier annuel ne constitue pas le seul élément de l'information périodique délivrée en chaque fin d'exercice. D'autres données peuvent être fournies au public.

b- Les autres données appartenant à l'information financière annuelle

263. Les divers rapports prévus par le droit des sociétés français : Le rapport de gestion constitue l'un des éléments phares du rapport financier annuel, mais à côté de celui-ci le Code de commerce français et les dispositions italiennes pour la plupart élaborées par la Consob exigent la publication d'autres éléments dans le cadre des obligations posées par le droit des sociétés à charge des émetteurs. A titre d'exemple, les présidents des conseils d'administration et de surveillance des groupements français dont les titres sont admis aux négociations sur un marché règlementé doivent joindre au rapport de gestion un autre rapport[1310] qui traite « *de la composition du conseil et de l'application du principe de représentation équilibrée des femmes et des hommes en son sein, des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil, ainsi que des procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en place par la société, en détaillant notamment celles de ces procédures qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière pour les comptes sociaux et, le cas échéant, pour les comptes consolidés* »[1311]. De son côté, le législateur italien a imposé que soient décrites au sein-même du rapport de gestion « *les normes applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs et des membres du conseil de gestion*

[1310] Art. 222-9, al. 1er, RG AMF.

[1311] Art. L. 225-37, al. 6, C. com. fr. pour le rapport du président du conseil d'administration et L. 225-68, al. 7, du même code pour celui du président du conseil de surveillance.

et de surveillance, ainsi que celles relatives à la modification des statuts, dès lors qu'elles diffèrent des règles législatives et règlementaires applicables à titre supplétif »[1312], ainsi que « *les modalités de fonctionnement de l'assemblée d'actionnaires, ses principaux pouvoirs* […] »[1313] et « *la composition et le fonctionnement des organes d'administration et de contrôle et de leurs comités* »[1314]. Enfin, le texte unique en matière d'intermédiation financière fait lui aussi référence aux « *principales caractéristiques des systèmes de gestion des risques et de contrôle interne existant en matière de procédure d'information financière, y compris sous la forme consolidée, lorsque c'est possible* »[1315].

Ces documents sont intéressants en ce qu'ils indiquent comment sont préparés les états financiers et permettent, ainsi, d'évaluer la pertinence et l'exactitude des méthodes comptables appliquées. De même, les commissaires aux comptes doivent ajouter au rapport de gestion un document contenant leurs propres observations sur ce rapport, ainsi que leurs commentaires relatifs aux « *procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en place par la société* » et aux « *procédures qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière* »[1316].

264. Le document relatif à la répartition du résultat de l'exercice : Il doit être mis à la disposition du public par le biais d'un dépôt au greffe du tribunal de commerce, dans le mois suivant l'assemblée générale ayant approuvé les comptes annuels, ou dans un délai de deux mois à compter de cette date si le dépôt est effectué par le biais d'un système électronique[1317]. Il accompagne en tout état de cause les documents du rapport financier annuel. De tels renseignements sont intéressants pour les investisseurs qui ont ainsi connaissance de la manière dont l'entreprise gère son résultat. Ils savent ainsi si

---

[1312] Texte original : « *le norme applicabili alla nomina e alla sostituzione degli amministratori e dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza, nonché alla modifica dello statuto, se diverse da quelle legislative e regolamentari applicabili in via suppletiva* » (art. 123-*bis*, al. 1er, *l*), TUF).

[1313] Texte original : « *meccanismi di funzionamento dell'assemblea degli azionisti, i suoi principali poteri* […] » (art. 123-*bis*, al. 2, *c*), TUF).

[1314] Texte original : « *la composizione e il funzionamento degli organi di amministrazione e controllo e dei loro comitati* » (art. 123-*bis*, al. 2, *d*), TUF).

[1315] Texte original : « *principali caratteristiche dei sistemi di gestione dei rischi e di controllo interno esistenti in relazione al processo di informativa finanziaria, anche consolidata, ove applicabile* » (art. 123-*bis*, al. 2, *b*), TUF).

[1316] Art. L. 225-235, C. com. fr.

[1317] Art. L. 232-23, I, 2° C. com. fr.

elle opère une augmentation de capital ou si elle répartit les profits entre les différents actionnaires.

Dans le même esprit, l'article 158 du texte unique en matière d'intermédiation financière, consacré aux « Propositions d'augmentation de capital »[1318], le rapport des administrateurs relatif à cette proposition, ainsi que l'avis du commissaire aux comptes ou de la société de contrôle des comptes sur la pertinence du prix d'émission des actions, doivent être mis à disposition auprès du siège de la société et publiés sur son site Internet, au moins vingt jours avant la séance de l'assemblée devant statuer sur les propositions et, en tout état de cause, jusqu'à ce que celle-ci ait délibéré.

265. Le communiqué relatif aux honoraires des contrôleurs légaux des comptes :

L'article 222-8 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers imposent aux émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur un marché règlementé qu'ils rendent public, dans un délai de quatre mois à compter de la clôture de l'exercice, un communiqué mentionné les honoraires versés aux commissaires ayant audité les comptes sociaux, ou à la société pour laquelle ils exercent[1319]. Lorsqu'il est inclus dans le rapport financier annuel, l'émetteur est dispensé de la publication séparée de ces données[1320]. De tels renseignements mettent les investisseurs en mesure de vérifier que les montants perçus constituent bien la rémunération de la mission des contrôleurs légaux des comptes, et qu'ils ne vont pas au-delà des sommes que ces derniers devraient normalement percevoir. Ils participent donc à une estimation correcte de l'analyse de l'indépendance et de la neutralité de ces professionnels, dont la fonction consiste à attirer l'attention du public sur les éventuelles irrégularités ou anomalies comptables relevées aux cours des diverses vérifications mises en œuvre, et donc à le protéger d'éventuelles diffusions d'informations erronées ou tendancieuses.

[1318] Texte original : « *Proposte di aumento di capitale* » (intitulé de l'article 158, TUF), dont l'alinéa 2 dispose : « *La relazione degli amministratori e il parere del revisore legale o della società di revisione legale sono messe a disposizione del pubblico con le modalità di cui all'articolo 125-ter, comma 1, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea e finché questa abbia deliberato* ».

[1319] Sont concernés par les dispositions précitées les commissaires aux comptes et les professionnels de l'audit (AMF, Instruction n° 2006-10 du 22 janv. 2007, dernière modification du 28 janv. 2001, dite « Publicité des honoraires des contrôleurs légaux des comptes et des membres de leurs réseaux », p. 1).

[1320] § 2.3, p. 4 Guide relatif au dépôt de l'information règlementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, réédité le 15 avril 2013.

266. La liste des associés recensés au jour de l'approbation du bilan par l'assemblée générale des actionnaires : Les sociétés italiennes dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché règlementé doivent déposer auprès du registre des entreprises, dans les trente jours suivant la validation des comptes annuels par l'assemblée générale des actionnaires, une liste accompagnant le rapport de gestion et contenant l'identité des associés connus à cette date, ainsi que le nombre d'actions qu'ils détiennent[1321].

2. Les renseignements publiés par les émetteurs à la fin du premier semestre

267. Les informations fournies par les sociétés cotées en fin de semestre : L'information semestrielle, à l'image du rapport financier annuel, fait partie de l'information périodique, et plus généralement de l'information réglementée[1322]. L'obligation de publier un rapport financier semestriel existe tant pour les sociétés cotées sur un marché réglementé[1323] que pour celles dont les titres sont négociés sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés tels qu'Alternext[1324]. En revanche, en Italie, seuls les émetteurs cotés sur un marché règlementé sont concernés par l'obligation de publier une information semestrielle : en effet, l'article 110 du règlement « Émetteurs » qui contraint les sociétés dont les titres sont largement répandus dans le

---

[1321] Texte original : « *Entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio le società non aventi azioni quotate in mercati regolamentati sono tenute altresì a depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese l'elenco dei soci riferito alla data di approvazione del bilancio, con l'indicazione del numero delle azioni possedute, nonché dei soggetti diversi dai soci che sono titolari di diritti o beneficiari di vincoli sulle azioni medesime* » (art. 2435, al. 2, C. civ. it.)

[1322] En effet, l'article L. 451-1-2, III du Code monétaire et financier pose cette obligation et impose aux émetteurs de tenir à la disposition du public le rapport financier semestriel pendant dix ans. Par ailleurs, l'article 221-1, al. 1er, 1°, b) du règlement général de l'Autorité des marchés financiers cite expressément le rapport financier semestriel comme l'un des éléments composant l'information règlementée.

[1323] Art. 221-1, alinéa 1er, 1°, b), RG AMF et art. 154-ter, al. 2, TUF.

[1324] Art. 4.2 de la déc. AMF du 3 mai 2005, relative à l'approbation des règles du marché Alternex, *BALO* 3 juin 2005, pp. 16028-16032, repris par l'article 4.2.1 de la déc. AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance. En vertu de ces dernières dispositions, les modalités de diffusion des comptes semestriels des entreprises de côté sur Alternext diffèrent de celles relatives aux émetteurs dont les titres financiers sont négociés sur des marchés réglementés : en effet, l'information périodique semestrielle doit faire l'objet d'une mise en ligne sur le site de la société Euronext, sur le site Internet propre à la société qui doit conserver ses données pendant 2 ans, soit dans la langue en vigueur de l'entreprise de marché d'Euronext compétente, soit en langue anglaise (article abrégé 4.1.3, déc. du 17 fév. 2015).

public, parmi lesquels figurent ceux qui sont négociés sur un marché règlementé[1325], à diffuser de telles données comptables intermédiaires ne vise que les comptes annuels, mais pas le rapport financier semestriel[1326]. Les instances communautaires exigeaient initialement que cette publication intervienne dans un délai de deux mois à compter de la fin du premier semestre[1327]. Si l'Italie a conservé ce délai[1328], la France a quant à elle porté ce délai de diffusion à trois mois[1329]. Ce rallongement du délai de deux à trois mois, opéré par la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014[1330], est le fruit de la révision de la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004[1331], par la directive n° 2013/50/UE du 22 octobre 2013[1332]. Le sixième considérant de ce texte recommande qu'« *Afin d'offrir une plus grande flexibilité et de réduire les charges administratives, le délai imparti pour publier les rapports financiers semestriels devrait être porté à trois mois à compter de la fin de la période de déclaration* »[1333]. Les instances européennes ont décidé de reporter l'échéance de publication du rapport financier semestriel, afin d'offrir aux divers émetteurs davantage de souplesse dans l'accomplissement des charges qui pèsent à leur égard et de mettre en mesure les opérateurs de s'intéresser également aux sociétés disposant d'une petite ou moyenne capitalisation boursière[1334].

[1325] Art. 2-*bis*, Règlement « Émetteurs » combiné à l'article 2435 du Code civil italien.

[1326] Art. 110, Règlement « Émetteurs ».

[1327] Art. 5, 1. de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[1328] Art. 154-*ter*, al. 2, TUF.

[1329] Art. L. 451-1-2, III, al. 1er, RG AMF.

[1330] Loi n° 2014-1662 du 30 déc. 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, *J.O.R.F.* n° 0302 du 31 déc. 2014, p. 23238.

[1331] Directive 2004/109/CE du 15 déc. 2004 ci-dessus mentionnée.

[1332] Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *J.O.U.E.* L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27.

[1332] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[1333] Considérant n° 6 de la directive 2013/50/UE du 22 oct. 2013 précitée.

[1334] *Ibid.*

La finalité de l'information semestrielle est la même que pour l'information périodique annuelle : il s'agit de fournir des données comptables permettant de dresser un état intermédiaire au cours de l'exercice de la situation financière et patrimoniale de la société, afin que les investisseurs puissent se représenter la valeur de l'entreprise et éventuellement anticiper les résultats financiers annuels. Cette information doit être publiée en Italie dans les soixante jours suivant le premier semestre, sur les supports déjà mentionnés dans le paragraphe consacré aux modalités de la diffusion des informations financières annuelles et semestrielles[1335]. Brièvement, il convient de rappeler que le rapport financier semestriel est avant tout tenu à disposition du public au siège social de l'émetteur[1336] ; il est également diffusé dans des quotidiens nationaux[1337], mis en ligne sur le site Internet de l'émetteur[1338] et transmis aux médias par le biais des systèmes de communications électroniques[1339], ou encore diffusé directement par l'émetteur par le biais d'un communiqué officiel[1340].

268. Les documents composant l'information financière semestrielle : Ils sont quasiment identiques à ceux qui constituent les éléments du rapport financier annuel et sont mentionnés aux articles L. 451-1-2, III du Code monétaire et financier, 222-4 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 154-*ter*, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière[1341]. En effet, le rapport financier semestriel comprend des comptes complets ou condensés qui couvrent la période du

---

[1335] Cf. § 239, pp. 387-390 des présents travaux.

[1336] Art. 154-*ter*, al. 2, TUF et 81, Règlement « Émetteurs ».

[1337] Art. 113-*ter*, al. 3, TUF.

[1338] Art. 221-3, II, RG AMF et art. 154, al. 1er, TUF.

[1339] Art. 221-3, I, RG AMF et 223-9 du même texte, et art. 65, *g*) du règlement « Émetteurs ».

[1340] Art. 221-4, II, al. 2, RG AMF.

[1341] Toutes ces dispositions sont directement inspirées de l'article 5, 2. de la directive « *Transparence* » n° 2004/109 du 15 décembre 2004 (directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57) qui dispose que « *Le rapport financier semestriel comprend: a) un jeu d'états financiers résumés; b) un rapport de gestion intermédiaire; et c) des déclarations des personnes responsables au sein de l'émetteur, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, certifiant que, à leur connaissance, le jeu d'états financiers résumés établi conformément au corps de normes comptables applicable donne une image fidèle et honnête des éléments d'actif et de passif, de la situation financière et des profits ou pertes de l'émetteur, ou de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation comme l'exige le paragraphe 3, et que le rapport de gestion intermédiaire comporte un tableau fidèle des informations exigées en vertu du paragraphe 4* ».

premier semestre, éventuellement présentés sous forme consolidé, le rapport des contrôleurs légaux des comptes, ainsi qu'un certificat des personnes assumant la responsabilité de ces documents « *attestant qu'à leur connaissance les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'émetteur, ou de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, et que le rapport semestriel d'activité présente un tableau fidèle* » de certaines informations complémentaires[1342]. Ces dernières sont contenues aux articles 222-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 154-*ter* alinéa 4 du texte unique en matière d'information financière. Il s'agit notamment des événements importants qui sont survenus au cours de premier semestre ; les sociétés doivent mentionner leur impact sur les chiffres présentés au public dans les comptes semestriels. De plus, elles doivent indiquer les principaux risques et incertitudes auxquelles elles sont exposées pour les six mois restant de l'exercice. Enfin, doivent également être mentionnées dans le rapport financier semestriel des émetteurs d'actions, les opérations réalisées entre parties liées au sens de l'article 9 de la norme comptable internationale IAS 24 annexée au règlement communautaire n° 2238/2004 du 29 décembre 2004[1343]. Les détails des enseignements que les sociétés doivent fournir à la fin du premier semestre montrent une fois encore la

---

[1342] Art. 5, par. 2, c), directive n° 2004/109/CE du 15 déc. 2004.

[1343] En vertu de cette disposition, « *Une partie est liée à une entité dans les cas suivants :*

(a) directement ou indirectement par le biais d'un ou de plusieurs intermédiaires, la partie :

(i) contrôle l'entité, est contrôlée par elle, ou est soumise à un contrôle conjoint au même titre que l'entité (ceci couvre les sociétés mères, les filiales et les filiales apparentées) ;

(ii) détient dans l'entité une participation qui lui permet d'exercer une influence notable sur elle ; ou

(iii) exerce le contrôle conjoint sur l'entité ;

(b) la partie est une entreprise associée (selon la définition dans IAS 28 Participations dans des entreprises associées) de l'entité ;

(c) la partie est une coentreprise dans laquelle l'entité est un coentrepreneur (voir IAS 31 Participations dans des coentreprises) ;

(d) la partie fait partie des principaux dirigeants de l'entité ou de sa société mère ;

(e) la partie est un des membres proches de la famille de tout individu visé par (a) ou (d) ;

(f) la partie est une entité sur laquelle une des personnes visées sous (d) ou (e) exerce le contrôle, un contrôle conjoint, une influence notable, ou encore détient un droit de vote significatif ; ou

(g) la partie est un régime d'avantages postérieur à l'emploi au profit des employés de l'entité, ou de toute entité qui est une partie liée à cette entité » (art. 9 de la norme IAS 24 annexée au règlement (CE) n° 2238/2004 de la Commission du 29 décembre 2004 modifiant le règlement (CE) n° 1725/2003 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne l'IFRS 1, les IAS 1 à 10, 12 à 17, 19 à 24, 27 à 38, 40 et 41, et les SIC 1 à 7, 11 à 14, 18 à 27 et 30 à 33, *J.O.C.E.* L 394, 31 déc. 2004, pp. 1–175).

volonté des autorités européennes et nationales d'assurer aux investisseurs une information exhaustive et précise, leur permettant de se représenter clairement leur état financier et comptable. Les informations complémentaires qui accompagnent les comptes semestriels vont clairement dans ce sens, puisqu'elles aident leurs destinataires à comprendre l'évolution des données chiffrées qu'ils contiennent grâce à la description de tout fait ayant pu les impacter de façon notable. Elle participe donc clairement à la clarté des renseignements fournis, tout comme les autres impératifs posés par les autorités de surveillance des marchés.

269. L'exigence de qualité de l'information financière semestrielle : De façon similaire à ce qui était prévu pour les comptes annuels, l'information semestrielle doit également être caractérisée par sa précision et par sa sincérité. Les premières personnes à devoir s'assurer du respect des principes qui régissent l'élaboration des renseignements comptables sont les personnes en charge de la rédaction desdits documents, souvent les dirigeants, mais également des contrôleurs légaux des comptes qui procèdent à un examen de ces derniers. Pourtant, s'il est vrai que les articles L 123-14 et L 123-15 du code de commerce français, ainsi que l'article 2423 du Code civil italien qui prescrivent la régularité et la sincérité des comptes qui doivent donner une image fidèle du patrimoine ne visent pas expressément le rapport financier semestriel, les personnes qui rédigent ces documents engagent la responsabilité en attestant qu'à leur connaissance les comptes couvrant cette première période de l'exercice respecte ses exigences. Par conséquent, et de façon tacite, l'information délivrée doit être exacte et exempte d'équivoque. Cette affirmation semble confortée par le fait que le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses[1344] et le manquement administratif correspondant concerne toute communication adressée au public, quel que soit le type de renseignements concernés.

3. Les obligations périodiques complémentaires

270. L'exigence initiale d'une information financière trimestrielle : L'ensemble des dispositions établissant des obligations d'information du public à charge des émetteurs est destiné à assurer la transparence des marchés financiers, par le biais de la

[1344] Art. L. 465-2, al. 2, C. mon. fin. et 185, al. 1er, TUF.

publication régulière de données comptables et financières, ou relatives aux faits importants ayant une incidence sur l'activité ou la situation patrimoniale des sociétés. C'est pourquoi les instances communautaires avaient estimé en 2004 qu'il pouvait être opportun de mettre en place des obligations d'information au cours des premier et second semestres, en sus des rapports financiers annuel et semestriel. A ce propos, elles précisaient dans le seizième considérant de la directive « *Transparence* » n° 2004/109 du 15 décembre 2004[1345] que « *La diffusion d'informations plus fiables et fournies à des moments plus adéquats sur les résultats des émetteurs d'actions tout au long de l'exercice suppose, par ailleurs, d'élever la fréquence de publication des informations intermédiaires. Il convient donc d'introduire l'obligation de publier une déclaration intermédiaire de la direction au cours du premier semestre d'un exercice et une seconde déclaration intermédiaire de la direction au cours du semestre suivant. Les émetteurs d'actions publiant déjà des rapports financiers trimestriels ne devraient pas être tenus de publier des déclarations intermédiaires de la direction* ». Par conséquent, les États membres ont eu le choix de contraindre les émetteurs à publier une information périodique trimestrielle[1346], ou d'imposer qu'ils diffusent des données relatives à l'état général de leur situation financière et patrimoniale et à celle des sociétés qu'ils contrôlent, ainsi que des indications sur les évènements ou opérations ayant eu un impact sur cette situation. Les conséquences de ces faits significatifs devaient également être décrites par les sociétés[1347].

La France avait choisi de combiner les deux options offertes par la Communauté européenne en exigeant des émetteurs dont les instruments sont négociés sur un marché règlementé[1348] qu'ils publient le chiffre d'affaire net les concernant, ainsi que le cas échéant le chiffre d'affaire net consolidé, ainsi qu'« *une explication des opérations et*

[1345] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[1346] Art. 6, 2. de la directive 2004/109/CE précitée.

[1347] Art. 6, 1. de la directive 2004/109/CE précitée.

[1348] Art. L. 451-1-2, IV, al. 1er et 2, C. mon. fin.

Comme la décision prise par l'Autorité des marchés financiers le 3 mai 2005 et relative à l'approbation des règles du marché Alternext (*BALO* 3 juin 2005, pp. 16028-16032) ne vise dans son article 4.2 que les rapports financiers annuel et semestriel, les entreprises dont les titres sont négociés sur un système multilatéral de négociation organisé étaient dispensées de l'obligation de publier une information trimestrielle.

événements importants qui ont eu lieu pendant la période considérée et une explication de leur incidence sur la situation financière de l'émetteur et des entités qu'il contrôle » et « *une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur et des entités qu'il contrôle pendant la période considérée* ». Pierre CLERMONTEL a précisé comment il était possible pour les sociétés de présenter l'information trimestrielle de façon pertinente pour les investisseurs : selon lui, « les émetteurs peuvent ainsi procéder à une présentation générale des conditions dans lesquelles l'activité a été exercée et le chiffre d'affaires réalisé, c'est-à-dire une description des éléments majeurs de la marche de l'entreprise et des facteurs clés extérieurs, considérés dans leur ensemble, qui ont influé sensiblement sur leur activité et sur celle des entités qu'ils contrôlent, pour la période considérée »[1349]. L'Autorité des marchés française encourageait quant à elle les émetteurs à fournir des explications très détaillées en indiquant dans sa position n° 2008-21 du 7 avril 2008 que « *La description de la situation financière et des résultats ne peut se limiter à une simple paraphrase du tableau de variation du chiffre d'affaires. Celle-ci doit présenter des commentaires, éléments de contexte et paramètres-clés de l'activité de l'émetteur afin de permettre au lecteur de mieux appréhender les implications sur la performance et la situation financière. Sans que la présentation d'indicateurs chiffrés ou de comptes trimestriels soit exigée, l'AMF constate que de nombreux émetteurs ont fait le choix d'éclairer la présentation volontaire de tels agrégats ou états financiers par des commentaires sur les principales tendances structurantes* »[1350]. Ces publications devaient intervenir dans un délai de quarante-cinq jours à compter de la fin des premier et troisième trimestres[1351]. Cette information périodique faisait donc partie intégrante de l'information règlementée, en conformité avec les exigences de la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004[1352]. L'Italie avait choisi de requérir des émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché règlementé les informations présentées par la directive communautaire du 15 décembre

---

[1349] Pierre CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions (Lextenso éditions), Coll. « Pratique des affaires », 2009, p. 153.

[1350] AMF, Position n° 2008-21 du 7 avr. 2008, « Étude portant sur l'information financière publiée au titre du 3ème trimestre 2007 », p. 8.

[1351] Art. L. 451-1-2, IV, al. 2, C. mon. fin.

[1352] L'article 221-1, al. 1er, 1°, c) du règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatif aux différents éléments composant l'information règlementée mentionne expressément l'information financière semestrielle.

2004 ; devaient donc être diffusés dans le public les mêmes renseignements que ceux demandés par la législation française, à l'exception du chiffre d'affaire de l'émetteur[1353]. Toutefois, la communication d'informations comptables et financières, à des fréquences annuelle, semestrielle et trimestrielle, apparaissait comme pesante pour les sociétés, en particulier parce qu'elle s'ajoute aux renseignements donnés au public dans le cadre de l'information permanente chaque fois que survient un fait nouveau de nature à impacter de façon sensible leur activité, leur situation patrimoniale ou le cours des instruments financiers qu'elles émettent. Par conséquent, l'Union européenne a assoupli le régime de l'information trimestrielle.

271. La remise en cause de l'obligation de publier une information financière trimestrielle : Au cours des années 2010, les instances européennes ont pu réaliser des études montrant que la publication fréquente de résultats, et notamment chaque trimestre, induisait le public à rechercher « *la performance à court terme* », au détriment de l'investissement durable[1354]. Par ailleurs, elles ont constaté que « *D'après le rapport et la communication de la Commission il convient de réduire la charge administrative qu'entraînent les obligations liées à l'admission à la négociation sur un marché réglementé pour les petits et moyens émetteurs afin d'améliorer leur accès aux capitaux. L'obligation de publier des déclarations intermédiaires de la direction ou des rapports financiers trimestriels constitue une charge importante pour de nombreux petits et moyens émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur des marchés réglementés, sans être nécessaire à la protection des investisseurs* »[1355]. L'Union européenne a donc tiré les conclusions de ses propres constatations, en prévoyant que l'absence de publication d'informations financières trimestrielles devient le principe, même si les États membres

---

[1353] Art. 154-*ter*, al. 5, TUF. Les modalités de l'information trimestrielle sont mentionnées dans la Comunicazione n. DAL/20186 della Consob del 14 marzo 2000, « Interpretazione dell'art. 82, comma 2, del regolamento n. 11971, concernente la relazione trimestrale - Attivazione di collegamenti telematici tra le camere di commercio e le pubbliche amministrazioni ».

[1354] Considérant n° 4 de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *J.O.U.E.* L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27.

[1355] *Ibid*.

peuvent imposer aux émetteurs la diffusion de renseignements au cours de chacun des premier et troisième semestres, en sus des rapports financiers annuel et semestriel, lorsque certaines conditions sont réunies. L'article 1er, 2) de la directive n° 2013/50/UE du 22 octobre 2013 a en effet modifié l'article 3 de la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004, en y ajoutant un paragraphe 1-*bis* qui précise que des informations supplémentaires peuvent être requises par les législations nationales si elles ne constituent pas des charges disproportionnées, notamment pour les petits et moyens émetteurs, et si elles sont pertinentes à la prise de décision des investisseurs. Les émetteurs restent toutefois libres d'imposer une information financière trimestrielle à l'encontre des émetteurs qui sont des établissements de crédit ; pour les autres catégories, les autorités doivent vérifier, avant d'instituer une telle obligation, qu'elles n'inciteront pas les investisseurs à se focaliser de façon exclusive sur les résultats à court terme des sociétés cotées et qu'elles n'empêcheront pas l'accès de ces dernières, en particulier lorsqu'elles sont de petites ou de moyenne taille, aux marchés réglementés. Il est louable que l'information financière trimestrielle n'ait toutefois pas complètement disparu, car elle présente l'intérêt non négligeable de mettre en mesure le public, et surtout les analystes et journalistes financiers, d'anticiper les résultats annuels[1356]. Ainsi, l'Union européenne semble vouloir rétablir un équilibre entre d'une part, la protection des personnes investissant dans les instruments financiers et d'autre part, la nécessité pour certaines entreprises de recourir à l'émission de valeurs mobilières pour pallier l'impossibilité de contracter des emprunts et leur permettre de se financer. Autrement dit, l'information financière qui poursuit une finalité de fonctionnement correct et efficace des marchés financiers, par son excès, risque de produire l'effet contraire du fait d'une publication trop fréquente, laquelle conduit le public à viser un rendement à court terme, au détriment de l'investissement durable dans les diverses sociétés offrant des titres financiers.

La France a rapidement tenu compte de cette évolution et a décidé d'abroger, par le biais de la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014[1357], le paragraphe IV de l'article 451-1-2 du Code monétaire et financier, supprimant ainsi l'obligation pour les émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché réglementé de publier une information trimestrielle.

[1356] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 20.

[1357] Loi n° 2014-1662 du 30 déc. 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, *J.O.R.F.* n° 0302 du 31 déc. 2014, p. 23238.

Néanmoins, une telle exigence n'a pas totalement disparu puisque le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans sa version actuellement en vigueur, compte toujours parmi l'information réglementée dont le contenu est détaillé à l'article 221-1 dudit règlement, l'information trimestrielle. Cependant, l'autorité française est venue préciser les modalités et l'objet de cette dernière dans une instruction publiée en 2015[1358]. Il est concevable de penser qu'une telle mutation soulagera les sociétés à petite ou moyenne capitalisation boursière ; en revanche, il n'est pas certain que les émetteurs appartenant à un grand groupe de sociétés modifieront nécessairement leur pratique, puisque certains d'entre eux ne se limitaient pas, déjà sous l'empire des règles précédemment en vigueur, à la publication de leur chiffre d'affaires mais présentaient plutôt des résultats détaillés pour les premier et troisième trimestres, comprenant notamment les états financiers de la période concernée[1359]. Quant à l'Italie, elle n'a pour le moment opéré aucune réforme de l'article 154-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière, et requiert toujours des sociétés cotées sur les marchés réglementés qu'elle publie une description générale de la situation patrimoniale et financière de la société, de ses résultats, ainsi que les informations relatives aux opérations et événements significatifs intervenus au cours des premier et troisième trimestres. Cependant, l'article 155-*bis* du règlement « Émetteurs » publié pour la première fois le 14 mai 1999 par la Consob qui précisait le contenu et les modalités de publication de l'information trimestrielle a été abrogé par une délibération de la même autorité du 27 juin 2006[1360], tout comme l'annexe 3D de ce règlement qui complétait la disposition précédemment mentionnée[1361]. Cette dernière prévoyait une information prompte du public, mais qui devait malgré tout être fiable.

[1358] AMF, Recommandation n° 2015-03 du 3 fév. 2015, dite « L'information financière trimestrielle ou intermédiaire ».

[1359] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 471.

[1360] Delibera Consob n. 15520 del 27 luglio 2006, *G.U.* n. 184 del 9 agosto 2006 e *Boll.* Consob luglio 2006, n. 7.2.

[1361] Suppression opérée par une délibération du 1er avr. 2009 (delibera n. 16850 dell'1° apr. 2009, « Modificazioni e integrazioni al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni, e al regolamento di attuazione del medesimo decreto legislativo concernente la disciplina dei mercati, adottato con delibera n. 16191 del 29 ott. 2007 e modificato con delibera n. 16530 del 25 giugno 2008 », *G.U.* n. 83 del 9 apr. 2009, suppl. ordinario n. 45 e *Boll.* Consob apr. 2009, n. 4.1).

272. L'information mensuelle relative à la composition du capital : L'article 223-16 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers impose aux émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation qu'ils « *publient, chaque mois* […] *le nombre total de droits de vote,* […] *et le nombre d'actions composant le capital social s'ils ont varié par rapport à ceux publiés antérieurement* »[1362]. Il s'agit de renseignements communiqués au public dans le cadre de l'information règlementée, puisqu'ils sont expressément visés par l'article 221-1 relatif au contenu de celle-ci, dans sa lettre *f*). Une obligation identique est prévue à l'article 85-*bis*, alinéa 4-*bis* du règlement « Émetteurs » élaboré par la Consob, mais elle ne concerne que les sociétés dont « *les statuts prévoient une majoration des droits de vote au sens de l'article 127-quinquies, ou l'émission d'actions à droit de vote multiple au sens de l'article 127-sexies du texte unique* [en matière d'information financière][1363]». Ce type d'information présente un intérêt certain pour les investisseurs, afin qu'ils évaluent la composition du capital social de l'émetteur, ayant ainsi la possibilité de savoir si des actionnaires majoritaires sont présents en son sein ou si les « petits » actionnaires sont les plus nombreux. Cet élément n'est pas sans importance sur la politique de gestion commerciale et financière de l'entreprise, en particulier si les détenteurs de capital sont très nombreux et si les dirigeants ne possèdent eux-mêmes aucune action émise par ce dernier, car dans cette hypothèse, ceux-ci disposent d'un pouvoir considérable au sein de l'entreprise et le contrôle exercé par les actionnaires sur la gestion se révèle plus limité.

273. La publication électronique des indications relatives aux opérations réalisées dans un programme de rachat d'actions par les émetteurs français : Il s'agit bien d'une information publiée régulièrement, et plus précisément de périodicité hebdomadaire[1364], mais qui n'appartient pas l'information règlementée, l'obligation de

---

[1362] Pour des indications relatives à l'organisation du document dans lequel est contenue une telle indication, voir le paragraphe 3.4, p. 7 et annexe 12, p. 23 du guide relatif au dépôt de l'information règlementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, réédité le 15 avril 2013 : la société doit notamment indiquer les droits de vote théoriques et les droits de vote exerçables s'il existe une différence notable entre les deux.

[1363] Texte original : « *lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127-quinquies, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo ai sensi dell'articolo 127-sexies del Testo unico* » (art. 85-*bis*, al. 4-*bis*, TUF).

[1364] § 3.8, p. 9 Guide relatif au dépôt de l'information règlementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, réédité le 15 avril 2013.

communiquer de telles données n'étant mentionnée ni dans la directive « *Transparence* » du 15 décembre 2004[1365], ni dans l'article 221-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers relatif au contenu de l'information règlementée française. Pour autant, l'émetteur dont les titres sont négociés sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation et pour lequel un programme de rachat d'actions est en cours de négociations[1366], doit informer le public par le biais d'une publication sur son site internet de « *toutes les opérations effectuées dans le cadre du programme de rachat au plus tard le septième jour de négociation suivant leur date d'exécution* »[1367].

B- Les documents à diffuser en cas d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé

274. La distinction entre offre public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché règlementé : Ces deux opérations ont été régies par la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003[1368] et par le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004[1369], successivement modifiés par la directive n° 2013/50/UE du 22 octobre 2013[1370]. Il s'agit de d'hypothèses factuelles différentes, qui pourtant impliquent

---

[1365] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[1366] Art. 241-1, RG AMF.

[1367] Art. 241-4, I, 1°, RG AMF.

[1368] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[1369] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[1370] Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs

toutes deux la publication de divers documents aux contenus informatifs ultra développés, à savoir le prospectus ou le document de référence, accompagnés de la note d'information relative aux instruments financiers concernés par l'opération.

Selon le premier texte communautaire cité, l'offre au public de valeurs mobilières doit s'entendre d'« *une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières: cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers* »[1371]. Dans cette définition transparaît la fonction économique de l'information financière, déjà évoquée à plusieurs reprises, et qui réside dans la représentation de la valeur de l'entreprise. Une telle fonction sera pourra justement être remplie grâce aux documents diffusés dans le cadre de l'offre au public des valeurs mobilières. La disposition communautaire a été littéralement reprise par les autorités italiennes dans l'article 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière qui pose la majeure partie des définitions des notions utilisées dans le même texte[1372], et dans un formulation très proche par le législateur français à l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier[1373].

La demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé n'est quant à elle pas définie ni par la directive, ni par les textes nationaux. Néanmoins, cette notion est aisée à comprendre, en ce sens qu'elle correspond au souhait d'une société, matérialisé par une requête formulée en ce sens et adressée à l'autorité de surveillance des marchés compétente, de voir les instruments financiers qu'elle émet négociés sur un marché

---

mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *J.O.U.E.* L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27.

[1371] Art. 2, 1., *d*) de la directive n° 2003/71/CE du 4 nov. 2003.

[1372] Art. 1er, al. 1er, *t*), TUF : « *ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati* ».

[1373] En effet, l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier dispose que *« L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes : 1. Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ; 2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers* ».

règlementé au sens de l'article 4, 14) de la directive n° 2004/39/CE du 21 avril 2004 [1374]. Si l'admission aux négociations sur un marché règlementé induit habituellement qu'une société propose au public des titres financiers à la vente ou à la souscription, l'offre au public ne conduit pas nécessairement à l'admission aux négociations sur un marché règlementé. Par conséquent, même si les deux opérations sont liées, elles restent distinctes l'une de l'autre bien que leurs régimes juridiques en matière d'information financière se ressemblent fortement.

275. Les règles en matière d'information financière applicable aux deux hypothèses : En vertu des prévisions de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003, l'offre au public de titres financiers et les demandes d'admission aux négociations sur un marché règlementé doivent être précédées de la communication d'un certain nombre de renseignements, adressés aux investisseurs potentiels dans le but que ceux-ci puissent acquérir les valeurs mobilières concernées ou refuser de contracter, en toute connaissance de cause grâce à un consentement libre et éclairé par une information financière de qualité. L'article 3 de la directive à peine mentionnée impose la publication d'un prospectus préalablement à ces deux opérations, prospectus qui doit être approuvé par l'autorité de surveillance des marchés compétente.

En France, l'article 412-1 du Code monétaire et financier a repris cette obligation ; il dispose que « *Sans préjudice des autres dispositions qui leur sont applicables, les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération,*

[1374] Rappelons que l'article 4, 14) de la directive n° 2004/39/CE dispose que « *un système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément* [au titre III de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 » (directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44).

dans des conditions prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ». En Italie, ce sont deux dispositions distinctes du texte unique en matière d'intermédiation financière qui imposent aux sociétés la communication d'un prospectus : en premier lieu, l'article 94[1375] se réfère à l'offre au public de titres financiers ; en second lieu, l'article 113[1376] évoque l'admission aux négociations sur un marché règlementé. Dans les deux États, la publication du prospectus incombe à l'offreur ou à la personne qui demande l'admission aux négociations de ses titres financiers. Toutefois, dans quelques cas bien définis, la rédaction et la diffusion d'un tel document ne sont pas exigées, du fait de la nature des valeurs mobilières objet de l'opération. Il convient, par conséquent, de s'intéresser au champ d'application de l'obligation de publier un prospectus (1) avant d'indiquer les garanties qui entourent l'élaboration de de ce document (2).

1. *Les instruments financiers objet d'opérations donnant lieu à la publication d'un prospectus d'information*

276. Les instruments financiers concernés par l'obligation de publier un prospectus : En vertu de l'article 3 de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003[1377], le prospectus doit être publié en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou de demande d'admission à la négociation de valeurs mobilières. L'obligation est reprise à l'article L. 412-1 du Code monétaire et financier français qui lui vise non pas les valeurs mobilières mais les titres financiers, alors que le législateur italien qui a opté pour le terme « *instruments financiers communautaires* »[1378]. Les termes utilisés au sein des trois ordres normatifs étant différents, il convient de se demander si la diffusion d'un prospectus possède le même objet dans chacun d'entre eux.

Selon l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, les titres financiers regroupent à la fois « *les titres de capital émis par les sociétés par actions* », « *les titres de créance, à*

[1375] Art. 94, TUF intitulé « *Prospectus en matière d'offre* » (texte original : « *Prospetto di offerta* »).

[1376] Art. 113, TUF intitulé « *Admission aux négociations d'instruments financiers communautaires* » (texte original : « *Ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari* »).

[1377] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[1378] Texte original : « *strumenti finanziari comunitari* » (art. 94 et 113, TUF).

l'exclusion des effets de commerce des bons de caisse » ou « *les parts et actions d'organismes de placement collectif* ». Or, en vertu de la section C de l'annexe 1 à la directive n° 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers[1379], les valeurs mobilières sont des instruments financiers au même titre que les parts d'organisme de placement collectif. La section C de l'annexe à la directive n° 2014/65/UE du 15 mai 2015 concernant les marchés financiers, dite « Mifid 2 »[1380], n'a pas remis en cause cette classification. L'obligation française de publier un prospectus possède donc un champ d'application plus large que l'obligation communautaire, puisque la première vise les titres financiers, qui regroupent à la fois les titres de capital émis par les sociétés par action et les parts d'organisme de placement collectif, alors que la seconde ne vise que les valeurs mobilières qui s'apparentent à la première catégorie des titres financiers français[1381].

Concernant l'obligation italienne de publier un prospectus se réfère aux « *instruments financières communautaires* »[1382], lesquels doivent s'entendre des « *valeurs mobilières et [des] organismes de placement collectif d'investissement fermés* »[1383]. Ainsi, l'on retrouve un champ d'application similaire à celui de l'obligation française, à ceci près que l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier français ne distingue pas entre organismes de placement collectifs ouverts ou fermés. Toutefois, cette différence est à nuancer puisque

---

[1379] Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44.

[1380] Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 349-496.

[1381] Cf. l'article 4, 1., 18) de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44 qui définit **les valeurs mobilières** comme « *les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux* » et y inclut entre autres « *les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions » (a)), « les obligations et les autres titres de créance, y compris les certificats d'actions concernant de tels titres » (b)) et « toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures » (c)*).

[1382] Texte original « *strumenti finanziari comunitari* » (art. 94, TUF sur l'offre au public d'instruments financiers communautaires et 113, TUF sur l'admission aux négociations d'instruments financiers communautaires).

[1383] Texte original : « *valori mobiliari e le quote di Oicr chiusi* » (art. 93-*bis*, 1, *a*), TUF).

le texte unique prévoit également que soit diffusé un prospectus en cas d'offre au public de parts ou d'actions d'organismes de placements collectifs ouverts, et d'un document contenant les informations clés destinées à éclairer les investisseurs[1384]. Par conséquent, le document à peine mentionné doit bien être publié, quel que soit le type d'organisme de placement collectif concerné, bien que son contenu varie en fonction de la nature de ce dernier. Il est donc possible d'affirmer que l'obligation de publier un prospectus concerne, en France ou en Italie, les mêmes instruments financiers, lesquels ne se limitent pas aux valeurs mobilières comme le prévoit l'article 3 de la directive communautaire n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003[1385], non modifié sur ce point par la directive ultérieure n° 2013/50/UE du 22 octobre 2013[1386], mais s'applique également aux parts ou actions d'organismes de placement collectif, qu'ils soient ouverts ou fermés, contrairement à ce que dispose expressément l'article 1er, 1), a) de la première directive mentionnée.

Toutefois, de nombreuses circonstances peuvent conduire à la non-application de cet impératif de publication d'un prospectus : il peut s'agir de caractéristiques concernant l'offre elle-même, ou qui regardent son objet à savoir les valeurs mobilières ou les titres ou instruments financiers selon la terminologie utilisée au sein des législations françaises et italiennes.

277. Les hypothèses d'offre au public de titres financiers écartant l'obligation de publier un prospectus : Immédiatement après avoir indiqué que les États membres ne pouvaient autoriser une offre au public de titres financiers sans qu'ait été préalablement diffusé un prospectus, la directive n° 2003/71/CE indique dans l'alinéa 2 de son article 3 les modalités de telles opérations qui conduisent à exclure l'applicabilité de l'obligation

---

[1384] Art. 98-*ter*, TUF.

[1385] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[1386] Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *J.O.U.E.* L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27.

de publier un prospectus d'information à destination des investisseurs. Il s'agit des offres « *a) de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés ; et/ou b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre ; et/ou c) une offre de valeurs mobilières adressée à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un prix total d'au moins 50 000 euros par investisseur et par offre distincte ; et/ou d) une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50 000 euros ; et/ou e) une offre de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 100 000 euros. Cette limite est calculée sur une période de douze mois* ». La lecture de ces hypothèses montre que les sociétés sont dispensées de diffuser un document en cas d'offre publique lorsque ses destinataires ont la qualité de professionnels, et par conséquent, ont moins besoin d'être protégés du fait de leur expérience et de leur expertise en matière de marchés financiers, ou encore lorsque les personnes susceptibles de recevoir l'offre dont il est question sont peu nombreuses. En effet, les investisseurs qualifiés mentionnés dans le point a) de l'alinéa 2 de l'article 3 de la directive n° 2003/71/CE représente les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les organismes de placement collectif, les entreprises d'assurance, les courtiers en matières premières, mais également les gouvernements nationaux des États membres et les collectivités territoriales, ainsi que les institutions telles que la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international, et certaines petites et moyennes entreprises[1387]. Par ailleurs, il en est de même lorsque la valeur des instruments financiers est « hors norme », en ce sens qu'une valeur nominale très faible diminue amplement le risque encouru par l'investisseur affaiblissant ainsi l'intérêt d'une protection assurée par le prospectus ; au contraire, l'acquisition ou la souscription de produits au montant très élevé semble induire l'intervention d'un professionnel des marchés, qui sera par conséquent chargé d'assurer une information personnalisée et un conseil adapté aux attentes de son client, à ses besoins et à sa connaissance des plateformes de négociation. L'Italie a posé des cas d'exclusion similaire pour éluder la publication du prospectus au sein de l'article 100, alinéa 1er, a) à c) du texte unique en matière d'intermédiation financière, combiné à l'article 34-*ter*, alinéa 1er, a) à g) du règlement « Émetteurs ». Au contraire, en France, l'article L. 412-1, I, alinéa 3 du Code monétaire et financier dispose que « *Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions dans*

[1387] Art. 1), e) de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

lesquelles les offres au public de titres financiers ou les admissions de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé qui ne justifient pas une information du public à raison soit de leur nature ou de leur volume, soit de la nature de l'émetteur ou des investisseurs visés, soit de la nature ou de la valeur nominale des instruments financiers concernés, sont dispensées de l'établissement de tout ou partie du document mentionné au premier alinéa ». Toutefois, les cas d'exclusion de publication du prospectus ne concernent pas les conditions de l'offre au public, mais se réfèrent bien à l'objet de l'offre, c'est-à-dire aux titres financiers qu'elle concerne. C'est ce type d'hypothèse qu'il convient d'étudier à présent.

278. Les catégories de titres financiers pour lesquelles l'obligation de publier un prospectus est exclue : Il est des instruments financiers pour lesquels la diffusion d'un prospectus n'est pas nécessaire. Les catégories concernées sont nombreuses et variées comme le démontrent les longues listes contenues dans les dispositions applicables tant au sein du droit européen[1388], que dans les ordres juridiques italien[1389] et français[1390]. Il s'agit de situations dans lesquelles les titres offerts remplacent des instruments déjà admis sur de telles plateformes et n'entraînent aucune augmentation de capital[1391], ou encore lorsqu'ils font l'objet d'une offre public d'échange[1392] ou quand ils sont présentés à l'occasion d'une fusion[1393] alors que des informations considérées équivalentes à celles que devraient contenir le prospectus sont disponibles[1394]. La même exclusion joue en cas d'attribution des titres concernés à certaines personnes directement liées à la société à l'initiative de l'offre telles que « *les actions offertes, attribuées ou devant être*

[1388] Art. 4 de la directive n° 2003/71/CE du 4 oct. 2003 (directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.).

[1389] Art. 100, al. 1, *d*) à *g*), TUF et 34-*ter*, al. 1, *h*) à *n*), Règlement « Émetteurs ».

[1390] Art. 212-4 et 212-5, RG AMF.

[1391] Art. 4, 1., a) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 34-*ter*, al. 1, *i*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-4, 1°, RG AMF.

[1392] Art. 4, 1., b) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 34-*ter*, al. 1, *j*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-4, 2°, RG AMF.

[1393] Art. 4, 1., c) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 34-*ter*, al. 1, *k*), Règlement « Émetteurs » qui ne se limite pas à évoquer la présentation de titres financiers lors d'une fusion, mais vise également l'offre de titres en cas de cession ; art. 212-4, 3°, RG AMF qui mentionne la fusion, la scission et l'apport de capital.

[1394] Art. 4, 1., b) et c) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 34-*ter*, al. 1, *j*) et *k*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-4, 3° et 4°, RG AMF.

attribuées gratuitement aux actionnaires existants, et les dividendes payés sous la forme d'actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes »[1395] et « *les valeurs mobilières offertes, attribuées ou devant être attribuées aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants par leur employeur dont les valeurs mobilières sont déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ou par une société liée* »[1396], pourvu que les intéressés aient à leur disposition un document indiquant la nature et le volume d'instruments concernés par l'offre, ainsi que les justifications et les modalités de cette dernière.

Les mêmes exceptions à la publication du prospectus se retrouvent en cas de demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé relative aux types d'instruments financiers à peine évoqués[1397], ainsi qu'aux « *actions représentant, sur une période de douze mois, moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé* »[1398], aux « *actions résultant de la conversion ou de l'échange d'autres valeurs mobilières, ou de l'exercice des droits conférés par d'autres valeurs mobilières, pour autant que ces actions soient de la même catégorie que celles déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé* »[1399] et, sous certaines conditions qu'il n'est pas opportun d'énoncer en ce paragraphe du fait de la multiplicité qui les caractérise, les actions négociées sur un autre marché règlementé[1400]. En Italie, s'ajoutent à ces titres, diverses autres catégories d'instruments financiers et, en particulier, ceux qui sont garantis par un État membre de l'Union européenne, émis par l'organisation internationale à caractère public à laquelle appartiennent un ou plusieurs États membres[1401], ou encore émis par la Banque centrale européenne ou par les banques nationales des États membres[1402], et dans des

---

[1395] Art. 4, 1., d) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 34-*ter*, al. 1, *l*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-4, 4°, RG AMF.

[1396] Art. 4, 1., e) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 34-*ter*, al. 1, *m*) à *m-ter*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-4, 5°, RG AMF.

[1397] Art. 4, 2., b) à f), de la directive n° 2003/71/CE ; art. 57, al. 1, *b*) à *f*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-5, 2° à 6°, RG AMF.

[1398] Art. 4, 2., a), de la directive n° 2003/71/CE ; art. 57, al. 1, *a*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-5, 1°, RG AMF.

[1399] Art. 4, 2., g) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 57, al. 1, *g*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-5, 7°, RG AMF.

[1400] Art. 4, 2., h) de la directive n° 2003/71/CE ; art. 57, al. 1, *h*), Règlement « Émetteurs » ; art. 212-5, 8°, RG AMF.

[1401] Art. 100, *d*), TUF ; art. 57, al. 1, *i*), Règlement « Émetteurs »

[1402] Art. 100, *e*), TUF ; art. 57, al. 1, *j*), Règlement « Émetteurs »

hypothèses particulières, certains « *instruments autres que les titres de capitaux émis de façon continue ou répétée par les banques* »[1403] et les « *instruments du marché monétaire émis par les banques selon une fréquence inférieure à douze mois* »[1404].

L'analyse de l'ensemble de ces dispositions met en relief deux phénomènes : en premier lieu, l'harmonisation des textes relatifs au champ d'application de publier un prospectus est plutôt poussée, malgré quelques différences demeurant entre les législations française et italienne ; d'autre part, l'obligation de publier un prospectus disparaît soit quand les titres offerts ou dont il est demandé qu'ils soient négociés sur un marché règlementé ont fait l'objet d'une première offre ou émission assortie d'une publicité similaire ou comparable au prospectus, soit quand les informations concernant l'opération à destination à des « collaborateurs » ou « proches » de la société concernée sont déjà disponibles. *A priori*, cette absence de prospectus pourrait être appréciée en ce sens que les sociétés sur le point de mettre en place une telle offre se voient déchargées d'une obligation lourde et coûteuse. Toutefois, même si les instruments objet de l'opération se substituent à des produits de la même catégorie, possédant ainsi les mêmes risques que les précédents, il n'est pas certain que les conditions patrimoniales et financières de l'entreprise concernée soient restées les mêmes depuis l'offre antérieure ou l'admission aux négociations sur un marché règlementé réalisée auparavant. Ainsi, des données à caractère historique, relatives au budget et au résultat de celle-ci pourraient être utiles pour éclairer l'investisseur avant qu'il ne prenne sa décision d'investissement. La critique doit toutefois être tempérée du fait des multiples obligations d'information périodique et permanente pesant sur les émetteurs et permettant d'assurer ainsi un flux continu d'information à destination du public.

Après avoir indiqué les hypothèses dans lesquelles la publication du prospectus est imposée et les situations dans lesquelles elle est écartée, il convient d'analyser le contenu du prospectus et ses modalités de diffusion.

[1403] Texte original : « *strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche* » (art. 100, *f*), TUF) ; art. 57, al. 1, *k*), Règlement « Émetteurs »

[1404] Texte original : « *strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore a 12 mesi* » (art. 100, *g*), TUF).

2. *Les garanties relatives à la qualité des informations contenues dans le prospectus*

279. La fonction du prospectus d'information : A l'image de nombreuses autres données fournies au marché, le prospectus a pour finalité d'aider les investisseurs à se représenter la valeur de l'entreprise, afin qu'ils réalisent leurs transactions en toute connaissance de cause. Comme le rappelle le considérant 19 de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003, « *L'investissement en valeurs mobilières, comme toute autre forme d'investissement, comporte des risques. Des garanties visant à protéger l'intérêt des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en œuvre dans tous les États membres, pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer ces risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause* ». De plus, et dans la perspective de continuer l'intégration des marchés européens commencée des décennies plus tôt, le considérant suivant ajoutait que « *L'harmonisation du contenu informatif du prospectus devrait garantir un degré équivalent de protection dans la Communauté* ».

Les textes nationaux ont également mis en valeur le but de protection des investisseurs assurée par une information détaillée leur permettant d'acheter ou de souscrire aux instruments financiers en ayant un consentement libre et éclairé. A titre d'exemple, l'article 94, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière, le document analysé est diffusé « *afin que les investisseurs puissent parvenir à un jugement fondé sur la situation patrimoniale et financière, sur les résultats économiques et sur les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que sur les produits financiers et sur les droits y afférant* »[1405]. L'article 212-7 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers française explique en des termes très proches que le prospectus contient les informations qui « *sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en*

[1405] Texte original : « *affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti* » (art. 94, al. 2, TUF). L'article 98-*ter* évoque une finalité similaire en prévoyant que « *Le document contenant les informations clés pour les investisseurs et le prospectus doivent permettre aux investisseurs de pouvoir comprendre raisonnablement la nature et les risques de l'investissement proposé et, par conséquent, d'effectuer un choix en toute connaissance de cause relativement à cet investissement* » : texte original : « *Il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori e il prospetto devono consentire agli investitori di poter ragionevolmente comprendere la natura e i rischi dell'investimento proposto e, di conseguenza, effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento* ».

connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, ainsi que les droits attachés à ces titres financiers et les conditions d'émission de ces derniers ». Par conséquent, qu'il soit rédigé sous la forme de documents distincts (a) ou au sein d'un document unique (b), le prospectus doit mettre en mesure les investisseurs, actuels ou potentiels, d'appréhender parfaitement la nature de l'offre et les risques relatifs à cette dernière, par le biais d'une information exhaustive et intelligible.

a- Le prospectus contenu dans des documents distincts

280. L'existence initiale du document annuel d'information et du document de référence : Aux côtés de l'information à diffuser en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou de demande d'admission à la négociation sur un marché règlementé, la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003[1406] avait créé deux autres documents à publier par les émetteurs. Le premier consistait en un rapport annuel d'information ; le second était désigné par l'expression « document de référence ». Le document annuel était prévu par l'article 10 de ladite directive qui précisait que « *Les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé fournissent, au moins une fois par an, un document qui contient ou mentionne* ***toutes les informations qu'ils ont publiées ou rendues publiques au cours des douze derniers mois*** *dans un ou plusieurs États membres et dans des pays tiers pour satisfaire à leurs obligations au regard des dispositions législatives communautaires et nationales concernant la réglementation en matière de valeurs mobilières, d'émetteurs de valeurs mobilières et de marchés des valeurs mobilières* »[1407]. Ainsi, il s'agissait d'un document de synthèse qui réunissait l'ensemble des données diffusées au cours d'un exercice par une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché règlementé.

[1406] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[1407] Mis en gras par nous.

Cette obligation avait été reprise dans les ordres juridiques français et italien. L'article L. 451-1-1 du Code monétaire et financier français contenait une disposition rédigée en des termes très proches de ceux utilisés par les instances communautaires et les modalités de présentation de ce document étaient fixées par l'article 222-7 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Le texte codifié a été abrogé par l'article 24 de la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012[1408], contenu dans un chapitre consacré à la « simplification de la vie statutaire des entreprises ». De même, en Italie, la publication d'un document annuel avait été exigée par l'article 54 du règlement « Émetteurs » de la Consob, lui aussi supprimé par une délibération de la même autorité[1409]. La disparition de cette prescription est sans doute liée à l'importance du travail de préparation que demande l'élaboration d'un tel document ; elle imposait aux émetteurs de retrouver chacune des informations publiées au titre de leurs obligations légales et règlementaires pour ensuite les réinsérer dans le document annuel. Si la synthèse contenue dans ce dernier pouvait faciliter l'analyse chronologie de la stratégie de communication financière de l'émetteur concerné au cours de l'exercice, l'obligation ne demeurait pas moins pesante du fait de la reprise d'informations déjà connues du public et fort nombreuses au vu de la quantité de renseignements à fournir par les sociétés cotées. Le document annuel constituait par ailleurs un document annuel redondant par rapport au document de référence.

281. Le maintien du document de référence : La directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003 et le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004[1410] régissent le contenu du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières. La législation française prévoyait deux procédures dans cette hypothèse : l'une consistait à

[1408] Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives, *J.O.R.F.* n° 0071 du 23 mars 2012, p. 5226.

[1409] Delibera Consob n. 18079 del 20 genn. 2012, « Modifiche al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e al regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati, adottato con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche ».

[1410] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

diffuser un prospectus conformément aux exigences des textes communautaires et représentait l'obligation la plus lourde pour la société concernée ; l'autre, plus simple à mettre en œuvre, impliquait l'existence préalable à l'offre d'un document de référence entraînant la publication ultérieure d'une note d'information relative aux modalités de l'opération[1411]. Comme l'expliquent Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET, « **Outre cet avantage de concentrer toute l'information périodique en un document unique, le document de référence une fois enregistré peut être incorporé par référence à un prospectus, ce qui réduit grandement les délais de réalisation d'une émission** »[1412]. Le document de référence constitue, avec la note relative aux titres financiers objet de l'offre ou de la demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé, l'une des composantes du prospectus lorsque celui-ci prend la forme de documents multiples[1413]. L'Italie prévoit une alternative similaire à l'article 94, alinéa 4 du texte unique en matière d'intermédiation financière qui dispose que « *l'émetteur ou l'offreur*[1414] *peut rédiger le prospectus sous la forme d'un document unique ou de documents distincts. Dans le prospectus composé de documents distincts, les informations requises sont réparties entre un document d'enregistrement, une note d'information sur les instruments et produits offerts et une note synthétique* »[1415].

[1411] Ancien article 212-10 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, par référence à l'article L. 412-1 du Code monétaire et financier dans sa version antérieure à l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 (relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, *J.O.R.F.* n° 0019 du 23 janv. 2009, p. 1431), ayant substitué la notion d'offre au public de titres financiers à celle d'appel public à l'épargne afin d'harmoniser le régime des émetteurs français avec qui procédaient à une telle opération à celui des autres États membres de l'Union européenne, qui étaient soumis aux obligations moins contraignants de la directive « *Transparence* » n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004.

Depuis l'arrêté du 2 avril 2009 (du ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0081 du 5 avr. 2009, p. 6000), l'article 212-10 fait référence à l'« *offre au public* » de titres financiers ou à l'« *admission aux négociations sur un marché réglementé* », même s'il a conservé la double procédure du prospectus ou du document de référence accompagné de la note relative aux titres financiers et d'un résumé du prospectus.

[1412] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 39.

[1413] Art. 11, directive n° 2003/71/CE du 4 nov. 2003 et art. 212-9, RG AMF.

[1414] Le terme « offreur » est utilisé par la directive 2003/71/CE et est défini dans son article 1er, 1., *i*) comme « *une personne morale ou physique qui offre des valeurs mobilières au public* ».

[1415] Texte original : « *L'emittente o l'offerente può redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di documenti distinti. Nel prospetto composto di documenti distinti, le informazioni richieste sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti e i prodotti offerti e una nota di sintesi* » (art. 94, al. 4, TUF).

282. Le contenu colossal du document de référence : Ni la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003, ni le règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004 ne définissent le document de référence. L'Autorité des marchés financiers a donné une définition dans l'instruction n° 2014-14 en date du 2 décembre 2014 et modifiée le 13 avril 2015[1416]. Selon cette autorité, « *Le document de référence est un document de synthèse qui constitue un outil de communication en donnant aux différentes parties prenantes (analystes financiers, investisseurs, actionnaires individuels, …) tous les éléments nécessaires pour fonder leur jugement sur l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur. Il contient* ***l'ensemble des informations juridiques, économiques, financières et comptables concourant à une présentation exhaustive pour un exercice donné****. Le document de référence participe à l'exercice nécessaire de transparence en contribuant à la confiance des investisseurs. Il se doit d'être adapté aux spécificités des émetteurs, en veillant à donner du sens à l'information financière délivrée au marché* »[1417]. Au vu de la définition donnée par l'autorité française, deux remarques peuvent être formulées : d'une part, il est possible d'observer que le document de référence couvre une très grande partie des renseignements que les émetteurs doivent communiquer au public dans le cadre de l'information réglementée ; d'autre part, le fait que les données concernées se réfèrent à un exercice donné confirme que l'existence du document annuel d'information était redondante par rapport à ce document-ci et sa suppression peut donc être considérée comme opportune.

Le contenu du document de référence est présenté de façon détaillée dans la première annexe jointe au règlement (CE) n° 809/2004 précédemment cité[1418]. Il n'a pas été remis en cause ni par la directive n° 2013/50/UE du 22 octobre 2013[1419], ni par le règlement

---

[1416] AMF, Position-recommandation n° 2014-14 du 2 déc. 2014, modifiée le 13 avr. 2015, « Guide d'élaboration des documents de référence adapté aux valeurs moyennes ».

[1417] Mis en gras par nous.

[1418] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[1419] Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs

(CE) n° 1787/2006 de la Commission du 4 décembre 2006[1420], qui a simplement entraîné quelques modifications relatives à la présentation des comptes consolidés conformément aux normes comptes internationales du fait de l'adoption du règlement n° 1606/2002 du 19 juillet 2002[1421]. Les informations contenues dans le document de référence sont classées par rubriques : l'objet de chacune de ces composantes, ainsi que leurs modalités de présentation ont été précisées, en France et en Italie, par l'Autorité des marchés financiers et la Consob dans diverses instructions et communications[1422].

---

mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *J.O.U.E.* L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27.

[1420] Règlement (CE) n° 1787/2006 de la Commission du 4 décembre 2006 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 337 du 5 déc. 2006, pp. 17-20.

[1421] Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, *J.O.C.E.* L 143 du 11 sept. 2002, pp. 1-4.

[1422] Il ne convient pas de faire état ici des recommandations de l'Autorité des marchés financiers puisque cela reviendrait à énumérer une longue liste de données dont l'indication est conseillée par ladite autorité, d'autant plus inopportune que le contenu des rubriques mentionnées dans le règlement (CE) n° 809/2004 constitue déjà un « catalogue » de renseignements à fournir par la société qui propose au public les titres financiers ou qui demande l'admission aux négociations sur un marché règlementé de ses valeurs mobilières. Cependant, pour consulter les recommandations de l'Autorité des marchés financiers, cf. : AMF, instruction n° 2005-11 du 13 décembre 2005, dernière modification du 24 juin 2011, relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché règlementé, spéc. art. 6 ; AMF, position-recommandation n° 2014-14 du 2 déc. 2014, modifiée le 13 avr. 2015, « Guide d'élaboration des documents de référence adapté aux valeurs moyennes » ; AMF, position-recommandation n° 2009-16 du 10 déc. 2009, dernière modification du 13 avr. 2015, dite « Guide d'élaboration des documents de référence ».
En ce qui concerne, le droit italien, cf. la comunicazione n. DME/9053316 della Consob dell'8 giugno 2009, « Prestiti obbligazionari caratterizzati da attività di sostegno della liquidità e obbligo di riacquisto da parte dell'emittente in base a criteri predeterminati. Adempimenti relativi alla pubblicazione di informazioni rilevanti per gli investitori », spéc. art. 2 ; Comunicazione n. DIS/98070609 della Consob dell'1 sett. 1998, « Quesito relativo all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo di ammissione alla quotazione da parte degli enti sovranazionali » ; Comunicazione n. DME/6027054 della Consob del 28 marzo 2006, « Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti », spéc. artt. 15 et 16 ; Conmunicazione n. DIE/13037777 della Consob del 3 maggio 2013, « Comunicazione recante linee guida per la redazione del documento da sottoporre a giudizio di equivalenza ai sensi degli artt. 34-ter e 57 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 » ; Comunicazione n. DEM/2069612 della Consob del 24 ott. 2002, « Quesiti in merito all'operazione di fusione per incorporazione della [....società di diritto italiano....] nella [....società di diritto estero....] e contestuale ammissione a quotazione della società incorporante », spéc. artt. a1) et a3) ; Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 della Consob del 10 luglio 2008, « Operazioni di aumento di capitale riservate ad un unico investitore, realizzate secondo accordi denominati "*Stand-by Equity Distribution Agreement*" (SEDA) e *Step-Up Equity Financing* (SEF) ovvero altri accordi aventi

Elles concernent les personnes en charge de l'élaboration dudit document dont doivent être indiquées l'identité et les fonctions ; la désignation des contrôleurs légaux des comptes ; l'évolution de la société ; une description de ses principales activités, de ses contrats les plus importants et de ses principaux marchés ; les facteurs de risque relatifs à l'émetteur lui-même ou à ses activités ; les investissements auxquels il a procédé ; son organisation hiérarchique et les membres de la direction ; les conflits d'intérêts qui peuvent concerner les dirigeants ; les rémunérations et avantages que ces derniers perçoivent ; si l'émetteur appartient à un groupe, la place qu'il occupe au sein de celui-ci ; le choix des informations financières présentées avec la mise en relief de chiffres-clés ; l'état de sa situation financière, de sa trésorerie, de ses emprunts et de ses capitaux ; des données prévisionnelles telles que les tendances le concernant et des prévisions de bénéfices ou estimations ; le nombre de salariés et les principaux actionnaires qui détiennent son capital ; les participations significatives ; le savoir-faire qu'il a développé et les marques ou brevets déposés, ainsi que sa politique de recherche et de développement, etc. Par ailleurs, le document de référence peut contenir quelques informations supplémentaires, telles que le rapport financier annuel[1423] ou le communiqué relatif aux honoraires des contrôleurs légaux des comptes[1424] pour ainsi revêtir la fonction de rapport financier annuel, dès lors qu'ayant été enregistré auprès de l'Autorité des marchés financiers, il est publié dans les quatre mois suivant la clôture de l'exercice[1425] ; de même, si une actualisation du document de référence est déposée auprès de ladite autorité « *dans les deux mois qui suivent la fin du premier semestre ou dans les quarante-cinq jours qui suivent la fin des premier ou troisième trimestres de l'exercice* »[1426] et que sont insérés le rapport financier semestriel[1427] ou l'information financière trimestrielle de l'article L. 451-1-2, IV du Code monétaire et financier, l'émetteur est alors dispensé de la publication séparée de ces informations[1428].

---

caratteristiche analoghe – Richiesta ai sensi degli artt. 114, comma 5, e 115, comma 1, lett. c-*bis*), del D.Lgs. n. 58/98 », spéc. II, al. 2, 1) et 2), *e*).

[1423] Art. 222-3, RG AMF.

[1424] Art. 222-8, RG AMF.

[1425] Art. 212-13, VI, RG AMF et § 2.3, p. 4 du guide relatif au dépôt de l'information règlementée auprès de l'AMF et à sa diffusion, réédité le 15 avril 2013.

[1426] 212-13, VII, RG AMF.

[1427] Art. 222-4, RG AMF.

[1428] 212-13, VII, RG AMF et § 2.3, p. 5 du même guide.

Ainsi, il ne s'agit pas d'un simple « arrêt sur image » relatif aux seuls états financiers de la société juste avant l'offre au public de titres financiers ou la demande d'admission aux négociations, mais bien de la narration de son histoire, de sa croissance et une anticipation de son futur. Les informations contenues dans le document de référence visent à la fois à attirer les futurs actionnaires en les convainquant de la solidité de l'entreprise et de la pertinence de ses choix de gestion, de politique commerciale et de recherche et de développement. Il s'agit donc, et de façon incontestable, d'un document à caractère descriptif, bien que certaines de ces rubriques ne conduisent à publier des données prospectives ou à anticiper les éventuels désagréments de l'opération en présentant les risques auxquels l'émetteur est exposé. De nouveau, il est fait référence à la fonction économique de l'information financière de représentation de la valeur de l'entreprise.

283. Les modalités de diffusion du document de référence : Le document de référence est soumis à un régime linguistique assez souple, en ce sens que la langue utilisée correspond à celle de l'État membre d'origine, à savoir le français et l'Italien pour les deux pays dont la législation est étudiée, mais qu'il est également possible d'utiliser une « *langue usuelle en matière financière* »[1429]. Le document de référence est mis à la disposition du public par le biais de divers moyens. En premier lieu, il doit être disponible, dès le lendemain de son enregistrement par l'Autorité des marchés financiers, « *au siège social de l'émetteur ou auprès des organismes chargés d'assurer son service financier* »[1430]. D'ailleurs, chaque personne qui en fait la demande peut en recevoir copie gratuitement[1431]. Enfin, le document étudié doit être transmis à la même autorité qui le publie sur son propre site Internet[1432]. En Italie, des modalités de diffusion comparables ont été instituées par la Consob : l'article 9, alinéa 7 du règlement « Émetteurs » du 14 mai 1999 dispose que « *Lorsque le prospectus est composé de plusieurs documents ou qu'il contient des informations incluses par référence, les documents et informations qui le composent peuvent être publiés et diffusés séparément, à condition que les documents en question soient mis gratuitement à la disposition du public*

[1429] Art. 212-13, IV-*bis*, RG AMF et art. 12, al. 1 et 2, Règlement « Émetteurs » (texte original de la norme italienne : « *una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale* »).
[1430] Art. 212-13, III, al. 1er, RG AMF.
[1431] Même article.
[1432] Art. 212-13, III, al. 2, RG AMF.

selon les modalités fixées aux alinéas 1 et 2. Chaque document doit contenir l'indication de l'endroit où il est possible d'obtenir les autres documents qui composent le prospectus complet »[1433]. Les moyens de diffusion visés aux alinéas 1 et 2 du même article 9 sont alternatifs : elle peut consister d'une part en une « *insertion* [du document de référence] *dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou largement répandus dans l'Etat au sein duquel l'offre est effectuée* »[1434] ; il peut s'agir d'autre part d'une « *mise à disposition en version dactylographiée et gratuite au siège social de l'émetteur ou auprès des organismes en charge des placements, y compris auprès des personnes qui travaillent pour son compte* »[1435]. Toutefois, la publication sur leur site internet par l'offreur ou les organismes chargés de procéder au placement des titres est obligatoire[1436]. Si la mise en ligne du document de référence est la seule modalité de diffusion choisie par l'offreur, ce dernier est contraint de fournir gratuitement une copie dudit document à toute personne qui en fait la demande[1437]. Pour finir, en France comme en Italie, la validité du document de référence est fixée à une durée de douze mois à compter de son enregistrement[1438].

284. Le contrôle du document de référence par les autorités de marché : Bien que la procédure d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé soit dite « simplifiée » en cas d'existence d'un document de référence, les contrôles des autorités de régulation n'en sont pas moins absents. Le document de référence doit être enregistré auprès des autorités administratives de régulation des marchés dès lors que trois documents du même type n'ont pas encore été fournis à ces autorités[1439]. L'Autorité des marchés financiers et la

---

[1433] Texte original : « *Qualora il prospetto sia composto da più documenti o contenga informazioni incluse mediante riferimento, i documenti e le informazioni che lo compongono possono essere pubblicati e diffusi separatamente, a condizione che i documenti in questione siano messi gratuitamente a disposizione del pubblico secondo le modalità fissate ai commi 1 e 2. Ciascun documento deve indicare dove si possono ottenere gli altri documenti che compongono il prospetto completo* » (art. 9, al. 7, Règlement « Émetteurs »).

[1434] Texte original : « *mediante inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione nello Stato membro in cui è effettuata l'offerta* » (art. 9, al. 1er, *a*), Règlement « Émetteurs »).

[1435] Texte original : « *in forma stampata e gratuitamente, presso la sede legale dell'emittente e presso gli uffici degli intermediari incaricati del collocamento, compresi i soggetti che operano per conto di questi ultimi* » (art. 9, al. 1er, *b*), Règlement « Émetteurs »).

[1436] Art. 9, al. 2 par renvoi à l'alinéa 1er, *c*), Règlement « Émetteurs ».

[1437] Art. 9, al. 3, Règlement « Émetteurs ».

[1438] Art. 212-24, al 2, RG AMF et art. 10, al. 4, Règlement « Émetteurs ».

[1439] Art. 212-13, II, RG AMF.

Consob peuvent vérifier le contenu du document de référence, la même faculté étant accordée en cas de rédaction d'un prospectus, soit au moment de l'accomplissement de la formalité d'enregistrement du document de référence, soit dans le cadre de ses missions générales de contrôle. En Italie, la procédure est un peu différente puisque les modalités d'élaboration et de diffusion prévues par les articles 94 et suivants du texte unique en matière d'intermédiation financière et 5 et suivants du règlement « Émetteurs », s'appliquent tant au document de référence qu'au prospectus dont le premier ne constitue en réalité qu'une composante. Par conséquent, le régime juridique italien du document de référence n'est pas « allégé », ce qui réduit la portée de l'intérêt de recourir à une telle modalité d'information en cas d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé.

285. Les pouvoirs des autorités de surveillance des marchés sur le contenu du document de référence : Dans le cadre de leur mission de protection des investisseurs, la Consob et l'Autorité des marchés financiers peuvent enjoindre à l'offreur de procéder à des rectifications pour ajuster, compléter ou corriger certains renseignements contenus dans le document de référence. L'article 212-13, V, alinéa 1er du règlement général de l'autorité française prévoit à ce propos que « *Lorsque l'AMF, dans le cadre de ses missions de contrôle, constate une omission ou une inexactitude significative dans le contenu du document de référence, elle en informe l'émetteur, qui doit déposer auprès de l'AMF les rectifications apportées au document de référence* ». Cette disposition rappelle ainsi que les autorités de surveillance des marchés veillent à la correcte information du public et constitue un exemple de pouvoir de contrôle de l'Autorité des marchés financiers. Evidemment, les changements que la société a accomplis suite aux observations de l'autorité sont communiqués au public « *dans les meilleurs délais* », et selon les mêmes modalités que celles applicables au document de référence. De son côté, la Consob peut également enjoindre à la société concernée d'ajouter quelques informations manquantes et jugées nécessaires à l'appréciation de la valeur des instruments financiers offerts au public[1440]. Dans ce cas, les informations doivent être

[1440] L'article 94, alinéa 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose que : « *Dès lors que cela est nécessaire pour la protection des investisseurs, la Consob peut exiger que l'émetteur ou l'offreur inclue dans informations supplémentaires dans le prospectus* » ; texte original : « *Se è necessario per la tutela degli investitori, la Consob può esigere che l'emittente o l'offerente includa nel prospetto informazioni supplementari* ».

transmises à ladite autorité dans un délai de dix jours si l'émetteur possède déjà des valeurs mobilières négociées sur un marché règlementé ou si elle a déjà réalisé antérieurement une offre au public de titres financiers. Ce délai est porté à vingt jours si aucune de ces conditions n'est remplie. Si la société ne réalise pas ces formalités, la Consob peut rendre une « *déclaration d'impossibilité de poursuivre* » relative à la procédure d'instruction préalable à l'approbation du prospectus, qui par là-même est clôturée par cette déclaration[1441].

Toutefois, l'offreur ou la société qui demande l'admission de ses titres financiers aux négociations sur un marché règlementé peut procéder par eux-mêmes et de façon spontanée à ces modifications ou correction, dès lors qu'ils constatent des lacunes ou omissions dans l'information délivrée au sein du document de référence. L'article 94, alinéa 7 du texte unique en matière d'intermédiation financière précise sur ce point que « *Tout fait nouveau significatif, toute erreur matérielle ou imprécision relatifs aux informations contenues dans le prospectus et de nature à influer sur l'évaluation des produits financiers doit être mentionné dans un supplément au prospectus, dès lors qu'il survient ou qu'il est relevé entre le moment où le prospectus est approuvé et celui où l'offre au public est définitivement close* »[1442]. La même disposition a été insérée à l'article 212-25, I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Sa permet de constater que la notion d'« élément significatif », bien qu'elle ne soit pas des plus précises, est appréciée au regard de sa capacité à altérer l'évaluation des instruments financiers objet de l'offre ou de la demande d'admission aux négociations, à l'image de ce que prévoit l'article 212-13, V, alinéa 3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En effet, ce texte précise qu' « *Est significative toute omission ou inexactitude, au regard du présent règlement ou des instructions de l'AMF, qui est susceptible de fausser manifestement l'appréciation par l'investisseur de l'organisation, de l'activité, des risques, de la situation financière et des résultats de l'émetteur* ». La disposition française semble toutefois instituer une conception plus large de l'appréciation du caractère significatif d'un élément nouveau ou d'une erreur, puisqu'elle vise non seulement l'incidence de ces derniers sur l'évaluation des instruments financiers de la société, mais également leur

---

[1441] Texte original : « *dichiarazione di improcedibilità* » (art. 8, al. 4, Règlement « Émetteurs »).

[1442] Texte original : « *Qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico deve essere menzionato in un supplemento del prospetto* » (art. 94, al. 7, TUF)

influence sur l'estimation de son résultat ou des risques liés à son activité, ainsi que sur la compréhension de son organisation.

286. Le contenu de la note d'opération : Il a été vu que lorsque l'offre au public de titres financiers est précédée de l'élaboration d'un document de référence, seule une note d'information est exigée, en lieu et place du prospectus, bien qu'un résumé de celui-ci doive être fourni[1443]. Dans cette hypothèse, la note d'information précédemment mentionnée concerne les titres financiers objet de l'offre, comme l'indiquent les articles 212-10, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 94, alinéa 4 du texte unique en matière d'intermédiation financière. De même, l'alinéa 5, alinéa 4-*bis* du règlement « Émetteurs » rappelle cet objet de la note d'information[1444]. Le détail du contenu de ce document est lui aussi présenté dans les annexes du règlement communautaire (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004. Le contenu exposé dans la troisième annexe jointe à ce texte concerne l'offre au public d'actions et autres valeurs mobilières assimilables à ces dernières[1445].

Doivent être mentionnés l'identité et les fonctions des personnes en charge de l'élaboration de l'information diffusée dans le cadre de l'offre au public de titres financiers ; les facteurs de risque auxquels est exposé l'émetteur du fait de sa situation patrimoniale ou financière ou du fait du ou des champs d'activité dans lequel il opère ; les données relatives à l'endettement et aux capitaux propres de la société, les conflits d'intérêts susceptibles d'influer sur l'offre, ainsi que l'intérêt de cette opération ; la nature des titres offerts et la législation qui leur est applicable ; la monnaie dans laquelle ils sont émis ; les droits qui leur sont attachés et les limites apportées à la négociabilité des actions ; les conditions de souscription ou de vente des titres avec l'indication du montant global d'émission ou de l'offre ; le prix des titres et les procédures de publication de l'offre ; le plan de distribution des valeurs mobilières ; les indications relatives à la négociation actuelle ou future desdites valeurs sur un marché règlementé ou sur des marchés équivalents, lesquels doivent être mentionnés ; les dépenses liées à l'offre ; la référence aux personnes ayant conseillé la société dans le cadre de l'offre ou

---

[1443] Art. 212-10, al. 1er, RG AMF et 94, al. 4, TUF.

[1444] L'article 5, alinéa 4 du règlement « Émetteurs », dispose en effet que « *La note d'information contient les informations qui concernent les produits financiers offerts au public* » ; texte original « *La nota informativa contiene informazioni concernenti i prodotti finanziari offerti al pubblico* ».

[1445] Art. 6, règlement (CE) n° 809/2004.

de l'émission des titres, avec mention de la qualité de ces dernières, etc. Ainsi, hormis la mention des individus responsables de l'information financière, aucune donnée ne recoupe celles contenues dans le prospectus ou le document de référence.

La quantité de renseignements fournis au public lors d'une offre de titres financiers ou d'une demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé est donc considérable. Bien que l'objectif soit de garantir une information de qualité aux investisseurs potentiels, de par sa clarté et de son exhaustivité, les individus non familiers des marchés financiers peuvent facilement se trouvés désarmés face à la multitude de renseignements disponibles dans ce cadre. C'est pourquoi la « vulgarisation » de l'information financière par les analystes doublées de leurs recommandations d'investissement, les éventuelles notations des agences assorties de leurs commentaires, ainsi que les conseils personnalisés des prestataires de service d'investissement revêtent également une importance primordiale pour les acquéreurs ou souscripteurs. Malgré la présence d'un document de référence et d'une note d'information, un résumé du prospectus est également demandé dans le cadre de la procédure « allégée » d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé. Il convient donc à présent d'étudier les modalités d'élaboration du prospectus lui-même, qui constitue le document phare de ces opérations.

387. Les renseignements fournis dans le résumé du prospectus : Si le contenu du prospectus est détaillé dans les annexes du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004[1446], l'article 24 de ce texte renvoie à l'article 5, 2. de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003[1447] pour celui du résumé. Cette dernière disposition explique que « *Le résumé expose brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières et les*

[1446] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[1447] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

principaux risques présentés par ceux-ci, dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement ». Ainsi, il s'agit de présenter à l'investisseur potentiel le produit qui lui est offert, avec ses caractéristiques et ses risques pour qu'il puisse choisir d'acquérir ou de souscrire ou non aux instruments qui lui sont présentés. Afin que celui-ci ait à sa disposition un document sans ambiguïté, certaines mentions tenant lieu d'investissement doivent être contenues dans le résumé ; en particulier, il doit être indiqué qu'il s'agit d'une « *introduction au prospectus* » et que « *toute décision d'investir dans les valeurs mobilières concernées doit être fondée sur un examen exhaustif du prospectus par l'investisseur* »[1448]. Ces mentions sont d'autant plus importantes que la responsabilité des auteurs du résumé ne peut être engagée que si son contenu est « *trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus* »[1449]. Les dispositions montrent qu'à nouveau l'exigence d'une information « *exacte, précise et sincère* » constitue le principe directeur de la rédaction de l'information financière. Il faut donc que le public comprenne sans équivoque qu'il est confronté à un condensé du contenu du prospectus, qui ne peut à lui seul fonder sans risque la décision d'investissement des opérateurs.

Les prescriptions posées par l'Autorité des marchés français sont très proches de celles formulées par les instances communautaires, l'article 212-8, II du règlement général disposant que « *Le résumé expose de manière concise et dans un langage non technique des informations clés qui fournissent, conjointement avec le prospectus, des informations adéquates sur les éléments essentiels des titres financiers concernés afin d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces titres. Il est établi sous une forme standard afin de faciliter la comparabilité des résumés relatifs aux titres financiers similaires* ». Ce sont aussi les mêmes termes qui sont repris à l'alinéa 2 de l'article 94 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien[1450]. Des avertissements identiques à ceux requis par le texte européen sont exigés par le paragraphe III de l'article 212-8 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et par l'article 94, alinéa 10 du texte unique en matière d'intermédiation financière.

[1448] Art. 5, 2., b) de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

[1449] Art. 5, 2., d) de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003.

[1450] L'article 94, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose en effet que « *Le prospectus contient en outre une note synthétique qui, de façon concise et dans un langage non technique, fournit les informations clés dans la langue dans laquelle le prospectus a initialement été rédigé* » ; texte original : « *Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto* ».

Les données à insérer dans le résumé du prospectus correspondent, en vertu de l'article 94, alinéa 2 du même texte, aux « *informations appropriées relatives aux caractéristiques fondamentales des produits financiers* ***susceptibles d'aider*** *les investisseurs au moment de décider d'investir ou non dans ces produits* »[1451]. L'alinéa 2 de l'article 212-18-1 du règlement de l'autorité française est un peu plus développé, puisqu'il explique que « *les informations clés comprennent* [...] : *1° Une brève description des risques liés à l'émetteur et aux garants éventuels ainsi que des caractéristiques essentielles de l'émetteur et de ces garants, y compris l'actif, le passif et la situation financière ; 2° Une brève description des risques liés à l'investissement dans les titres financiers concernés et des caractéristiques essentielles de cet investissement, y compris tout droit attaché à ces titres ; 3° Les conditions générales de l'offre, notamment une estimation des dépenses portées en charge pour l'investisseur par l'émetteur ou l'offreur ; 4° Les modalités de l'admission aux négociations ; 5° Les raisons de l'offre et l'utilisation prévue des fonds récoltés* ». Il y a donc un condensé de la description et des modalités de l'offre ou de l'admission aux négociations sur un marché règlementé, avec un focus sur la société concernée les instruments financiers qu'elle émet. A nouveau, il est possible de retrouver la fonction de représentation de la valeur de l'entreprise répercutée sur le cours des instruments financiers et perçue par les investisseurs par le biais des données qui leur sont fournies. Les informations clés du résumé ayant été décrites, il convient de développer le contenu du prospectus sous la forme d'un document unique qui sera nécessairement très ample, puisqu'il est censé couvrir l'ensemble des renseignements composant le document de référence, la note d'information et le résumé du prospectus évoqués dans ce premier paragraphe.

b- Le prospectus rédigé dans un document unique

288. Les informations contenues dans le prospectus imposées par le droit communautaire : Les instances communautaires ayant elles-mêmes institué l'obligation de publier un prospectus en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou de

[1451] Mis en gras par nous. Texte original : « *informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che* ***aiutino*** *gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti* » (art. 94, al. 2, TUF). L'adjectif italien « *suscettibile* » ou l'expression « *atte a* » ne sont pas utilisés ; cependant, la traduction française « **susceptibles d'aider** » permet de retranscrire le doute, l'incertitude qui transparaît au travers de la forme au subjectif du verbe « *aiutino* ».

demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé de tels instruments financiers, elles ont également donné des directives relatives au contenu de ce document. L'article 5, alinéa 1er de la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003[1452] précise que « *le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières* ». L'organisation des différentes catégories d'informations à insérer dans le document est présentée au sein des différentes annexes du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004[1453], comme l'indiquent les articles 4 et suivants dudit règlement. La nature des informations à fournir varie en fonction de l'émetteur concerné par l'offre de titres ou par la demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, ou encore en fonction des instruments financiers objet de l'opération. L'ensemble des rubriques constituant le prospectus a été détaillé dans le paragraphe consacré au contenu du document de référence ; il n'est donc pas utile de les présenter à nouveau[1454]. En revanche, il convient de préciser que l'opération impliquant le maximum d'informations correspond aux émetteurs qui offrent au public des actions et des valeurs mobilières assimilables à ces dernières, ou encore d'autres titres convertibles ou échangeables contre ce type d'instruments. Sont également visés les opérations portant sur les titres d'emprunt et instruments dérivés d'une valeur nominale unitaire inférieure à 50 000 euros[1455], sur les titres adossés à des actifs[1456] et sur les certificats représentatifs d'actions[1457]. De même, des précisions sont fournies par le règlement n° 809/2004 du 29 avril 2004 pour les offres au public de titres réalisées

---

[1452] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89.

[1453] Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137.

[1454] Cf. le § des présents travaux, pp. 379-382.

[1455] Art. 7-9 et 12, règlement n° 809/2004 du 29 avr. 2004.

[1456] Art. 10 et 11 du même règlement.

[1457] Art. 13 du même règlement.

par les banques[1458], par les organismes de placement collectif fermés[1459], par les États membres ou par des pays tiers, ainsi que par leurs autorités régionales ou locales[1460], par des organismes publics internationaux ou portant sur des titres d'emprunt garantis par l'Organisation pour la coopération et le développement économique[1461].

289. Les informations exigées par les législateurs français et italien : Les États membres de l'Union européenne ont repris des obligations posées par le droit communautaire au sein de leurs ordres juridiques nationaux. Alors qu'en France, les mêmes dispositions s'appliquent aux prospectus à diffuser en cas d'offre au public et à celui qui est publié en cas de demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé[1462], en Italie, l'article 94 du texte unique en matière d'intermédiation financière s'applique à l'offre au public d'instruments financiers communautaires, alors que l'article 113 même texte concerne les demandes d'admission aux négociations sur un marché réglementé. Toutefois, le contenu de prospectus reste le même au vu du renvoi opéré par l'article 113, alinéa 1er aux articles 94 et 94-*bis* du texte unique. L'article 212-7 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, tout comme l'article 94, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière d'ailleurs, a repris littéralement l'article 5, alinéa premier de la directive n° 2003/71/CE du 4 novembre 2003, en apportant toutefois quelques précisions relatives aux valeurs petites et moyennes[1463]. L'article 212-7-1 précise juste après les notions de « petites et moyennes entreprises » et de « sociétés à faible capitalisation boursière », en expliquant qu'« *Au sens de l'article 212-7 : 1° Les petites et moyennes entreprises sont celles qui,*

[1458] Art. 14.

[1459] Art. 18.

[1460] Art. 19.

[1461] Art. 20.

[1462] Art. L. 412-1, C. mon. fin. repris dans l'art. 212-1, RG AMF.

[1463] Cette disposition précise en effet que « *Le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur, notamment s'il s'agit d'une société à faible capitalisation boursière ou d'une petite et moyenne entreprise et des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou dont l'admission aux négociations sur un marché réglementé est demandée, ainsi que les droits attachés à ces titres financiers et les conditions d'émission de ces derniers. Pour les sociétés à faible capitalisation boursière et les petites et moyennes entreprises, ces informations sont adaptées à leur taille et, le cas échéant, à leur historique* ».

d'après leurs derniers comptes annuels ou consolidés publiés, présentent au moins deux des trois caractéristiques suivantes : a) Un nombre moyen de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice ; b) Un total du bilan ne dépassant pas 43 000 000 d'euros ; c) Un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 000 000 d'euros ; 2° Une société à faible capitalisation boursière est une société dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 100 000 000 d'euros sur la base des cours de fin d'année au cours des trois années civiles précédentes ». Pour ces sociétés, il est assez aisé d'imaginer que les informations fournies seront certainement en quantité inférieure par rapport à un émetteur à forte capitalisation boursière, ou du moins, présentées de façon plus sommaire. Pour l'organisation des données, les articles 212-7, alinéa 3 du règlement de l'autorité française et 94, même alinéa du texte unique en matière d'intermédiation financière italien, ainsi que l'article 5, alinéa 1er du règlement « Émetteurs » de la Consob renvoient aux annexes du règlement n° 809/2004 du 29 avril 2004 pour l'ensemble des sociétés. Pour rappel, au sein du prospectus, sont principalement requises les mentions relatives aux personnes chargées d'élaborer le prospectus, les données financières et comptables à publier dans le cadre de l'information périodique, les précisions relatives à l'activité de la société, ainsi qu'à son secteur d'activité, aux risques auxquels elle est exposés, à l'état de sa trésorerie et de ses emprunts et aux garanties dont elles bénéficient. La note d'information qui l'accompagne vise quant à elle la nature des titres financiers émis ou dont l'admission aux négociations est demandée, ainsi que les droits attachés à ces derniers[1464].

290. Les dérogations au contenu « traditionnel » du prospectus : Dans des hypothèses bien définies, certaines informations peuvent ne pas apparaitre dans le prospectus d'information. Pour commencer, « *lorsque le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières qui seront offertes au public ne peuvent être inclus dans le prospectus* », les Etats membres doivent veiller à ce que ledit document

[1464] Cf. par exemple le document élaboré par l'AMF, intitulé *S'informer sur le prospectus* et publié en mars 2007. La rubrique « *Quelles informations doivent figurer dans le prospectus ?* » du § 2 (p. 6 du document) précise que « *Le prospectus fournit les informations qui concernent la société et qui permettent aux investisseurs d'évaluer son patrimoine, sa situation financière ainsi que ses résultats et d'apprécier ses perspectives tout autant que les risques auxquels elle est exposée. Il fournit aussi les informations en lien direct avec l'opération : type d'opération (introduction, augmentation de capital, etc.), nombre et nature des titres offerts, calendrier de l'opération, etc.* ».

mentionne les critères sur lesquels ce prix sera déterminé ou, au minimum, le prix maximal de l'offre, ainsi que la possibilité pour les souscripteurs ou acquéreurs de se retirer dans les deux jours suivant l'annonce du prix officiel et définitif de l'offre et du nombre de valeurs proposées[1465]. De même, quelques renseignements déterminés peuvent ne pas être insérés dans le prospectus lorsque la diffusion de ces données serait contraire à l'intérêt public ou entraînerait un grave préjudice pour l'émetteur, ou bien quand leur publication n'est pas fondamentale du fait de leur contenu non réellement pertinent[1466], ou encore lorsqu'elles ne sont pas adaptées à la taille de l'entreprise ou à la forme juridique de l'émetteur ou aux valeurs mobilières concernées par l'offre[1467], dès lors que l'absence de ces informations n'est pas susceptible d'induire le public en erreur. Enfin, ne doivent pas nécessairement apparaître dans le prospectus, les informations relatives à un État membre de l'Union européenne, lorsque celui-ci est garant de l'offre au public[1468].

Ces précisions données par les instances communautaires montrent une fois encore que ce qui importe est l'information correcte et exhaustive des émetteurs, adaptée à l'opération réalisée et aux instruments financiers qu'elle concerne, afin que ces derniers puissent réaliser une transaction en toute connaissance de cause. Il ne s'agit pas de noyer le public dans des informations abondantes ou non pertinentes, mais au contraire de leur fournir une quantité de données appropriée afin que ceux-ci puissent rapidement et facilement identifier les éléments clés qui leur donneront la possibilité de réaliser la transaction l'opération qu'il juge la plus rentable en fonction des critères qu'ils se sont fixés.

291. Le contenu condensé du prospectus de base : Le prospectus de base est un document qui présente une quantité d'information moindre par rapport au prospectus « classique », et publié en cas d'offre au public d'instruments financiers autres que les titres de capital, tels que les warrants[1469] et les bons de souscription d'actions et les bons

---

[1465] Art. 8, 1., de la directive 2003/71/CE du 4 nov. 2003, transposé dans les articles 212-17, RG AMF et 7, al. 1er, Règlement « Émetteurs ».

[1466] Art. 8, al. 2 de la même directive, repris par les articles 212-18, 1° à 3°, RG AMF et 7, al. 3, Règlement « Émetteurs ».

[1467] Art. 8, al. 3 de la même directive, reproduit dans les articles 212-19, RG AMF et 7, al. 4, Règlement « Émetteurs ».

[1468] Art. 212-18, 4°, RG AMF et 7, al. 2, Règlement « Émetteurs ».

[1469] Art. 5, 4., directive n° 2003/71/CE du 4 nov. 2003 et art. 6, Règlement « Émetteurs ».

d'option couverts[1470], ou encore, dans certaines hypothèses, les « *instruments financiers autres que les titres de capital émis de façon continue ou répétée* » par les banques[1471] ou établissements de crédit[1472]. Néanmoins, la finalité de ce document reste la même que pour le prospectus, c'est-à-dire permettre aux investisseurs potentiels d'être correctement informés relativement à la société concernée et aux risques liés aux instruments financiers qu'elle propose ; c'est pourquoi il contient « *toutes les informations utiles sur l'émetteur et sur les titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou de l'admission aux négociations sur un marché réglementé* »[1473].

292. Le contrôle de la qualité du prospectus par les autorités de surveillance des marchés : Afin de garantir aux investisseurs une information exhaustive, sincère et intelligible, les autorités de surveillance des marchés se sont vues accorder la possibilité de vérifier le contenu du prospectus avant d'accorder leur visa. En Italie, l'article 8 du règlement « Émetteurs » donne la possibilité à la Consob et à l'Autorité des marchés financiers de réclamer les documents qu'elle estime manquant dans un délai de dix jours à compter de la réception de l'ensemble des documents par ladite autorité[1474]. En France, lorsqu'il s'agit d'une première offre au public de titres financiers ou d'une première demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé, l'information de l'émetteur de ce qu'il manque quelques documents doit intervenir « *dans les meilleurs délais* »[1475]. A l'image de ce qui survient pour le document de référence, si la société n'a pas transmis les données réclamées par la Consob, dans un délai de dix jours à compter de la requête de l'autorité[1476]. La même possibilité dans les hypothèses où, bien que tous les documents exigés aient été envoyés, certaines informations considérées comme pertinentes à la décision des investisseurs ne sont pas mentionnées[1477]. Si la société n'obtempère pas, l'instruction menée par la Consob est clôturée par une « *déclaration d'impossibilité de poursuivre* » la procédure[1478]. L'Autorité

[1470] Art. 5, 4., de la même directive et art. 212-32, RG AMF.
[1471] Art. 5, 4., de la même directive et art. 6, Règlement « Émetteurs ».
[1472] Art. 5, 4., de la même directive et art. 212-32, RG AMF.
[1473] Mêmes articles.
[1474] Art. 212-21, al. 2 RG AMF et 8 al., 1er, Règlement « Émetteurs ».
[1475] Art. 212-22, al. 3, RG AMF.
[1476] Art. 8, al. 1er, Règlement « Émetteurs ».
[1477] Art. 212-21, al. 4, et 212-22, al. 5, RG AMF et 8, al. 4, Règlement « Émetteurs ».
[1478] Texte original : « *dichiarazione di improcedibilità* » (art. 8, al. 1er, Règlement « Émetteurs »).

des marchés financiers dispose également de la prérogative de d'enjoindre aux contrôleurs légaux des comptes de réaliser des vérifications supplémentaires afin que les données chiffres présentées soient exactes, dans les cas où elle estime que les diligences accomplies sont insuffisantes[1479]. Les autorités de surveillance des marchés doivent approuver le prospectus dans les dix jours suivant l'obtention de l'intégralité des documents s'il s'agit de valeurs mobilières émises par une société ayant déjà réalisé une offre au public ou dont les instruments financiers sont déjà négociés sur un marché règlementé[1480], ou dans un délai de vingt jours dans les autres cas[1481]. Les échéances sont portées à quarante et soixante jours à compter de la réception de l'ensemble des documents par la Consob, dans les cas où celle-ci a imposé à l'émetteur des renseignements supplémentaires[1482]. Ainsi, les autorités de surveillance des marchés visent à la sincérité des informations contenues dans les prospectus et apposent leur visa lorsque celui-ci répond aux exigences posées par les textes. Dès lors, il revient à l'émetteur de publier le document.

293. Les modalités de diffusion du prospectus : Pour commencer, relativement au régime linguistique de prospectus, les règles applicables sont très proches de celles qui concernent le document de référence. En effet, la langue de principe est de l'État membre d'origine, en l'occurrence l'italien et le français, mais il est également possible d'utiliser une « *langue usuelle en matière financière* »[1483].

Ensuite, relativement aux moyens utilisés pour porter le prospectus à la connaissance du public, il est encore possible de retrouver les règles très proches de celles qui régissent la diffusion du document de référence, contenues dans les articles 9 du règlement « Émetteurs » italien et 212-26 à 212-27-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers[1484]. Ainsi, le prospectus doit être mis à disposition du public dès

---

[1479] Art. 212-20, al. 2, RG AMF.

[1480] Art. 212-21, al.3, RG AMF et 8, al. 2, Règlement « Émetteurs ».

[1481] Art. 8, al. 3, Règlement « Émetteurs ».

[1482] Art. 8, al. 5, Règlement « Émetteurs ».

[1483] Art. 212-12, I, RG AMF et art. 12, al. 1 et 2, Règlement « Émetteurs » (texte original de la norme italienne : « *una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale* »).

[1484] Texte original : « *Qualora il prospetto sia composto da più documenti o contenga informazioni incluse mediante riferimento, i documenti e le informazioni che lo compongono possono essere pubblicati e diffusi separatamente, a condizione che i documenti in questione siano messi gratuitamente a disposizione del pubblico secondo le modalità fissate ai commi 1 e 2. Ciascun documento deve indicare dove si possono ottenere gli altri documenti che compongono il prospetto completo* » (art. 9, al. 7, Règlement « Émetteurs »).

lors qu'il est communiqué à la Consob ou à son homologue français, c'est-à-dire au plus tard avant le début de l'offre au public[1485], soit par le biais du dépôt d'un document au siège légal de l'offreur ou de la société à l'origine de la demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé ou auprès des organismes en charge des placements[1486], soit « *insertion* [d'un avis] *dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou largement répandus dans l'Etat au sein duquel l'offre est effectuée* »[1487], soit sur le site de l'émetteur ou des organismes à peine mentionnés[1488]. La troisième modalité de diffusion est obligatoire, alors que les deux premières demeurent facultatives pour l'émetteur[1489], même si en cas d'une publication uniquement par voie électronique, ce dernier doit fournir la version dactylographiée du prospectus à toute personne qui en fait la demande[1490]. L'Autorité des marchés financiers française prévoit en outre une mise en ligne sur le site Internet du marché règlementé où l'admission aux négociations est demandée[1491], ainsi qu'une communication à elle adressée de la version électronique du prospectus, pour qu'elle le publie également sur son propre site[1492]. Pour finir, « *pour [les] offres au public ou des admissions aux négociations sur un marché réglementé* », le prospectus possède une validité de douze mois après son approbation par l'Autorité des marchés financiers[1493] ou la Consob[1494], dès lors qu'il est actualisé en cas de survenance d'un fait nouveau susceptible d'avoir une influence significative sur le cours des instruments financiers, ou qu'une erreur ou omission relative à une information fondamentale est constatée[1495].

294. Le prospectus publié en cas d'offre au public réalisée par les organismes de placement collectif : Les organismes de placement collectif doivent eux-aussi fournir quelques informations aux investisseurs lorsqu'ils offrent au public des actions ou des

---

1485 Art. 212-26, al. 2, RG AMF et 9, al. 1er, Règlement « Émetteurs ».

1486 Art. 212-27, I, 2°, RG AMF et 9, al. 1er, *b*), Règlement « Émetteurs ».

1487 Texte original : « *mediante inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione nello Stato membro in cui è effettuata l'offerta* » (art. 9, al. 1er, *a*), Règlement « Émetteurs »). Les mêmes exigences sont posées par l'article 212-27, I, 1°, RG AMF.

1488 Art. 212-27, I, 3°, RG AMF et art. 9, al. 1er, *c*), Règlement « Émetteurs ».

1489 Art. 212-27, II, al. 1er et 9, al. 2, Règlement « Émetteurs ».

1490 Art. 212-27, III et 9, al. 3, Règlement « Émetteurs ».

1491 Art. 212-27, I, 4°, RG AMF.

1492 Art. 212-27, IV, RG AMF.

1493 Art. 212-24, al. 1er, RG AMF.

1494 Art. 10, al. 1er, Règlement « Émetteurs ».

1495 Art. 212-24, al. 1er par renvoi à l'art. 212-25, RG AMF et 10, al. 1er, Règlement « Émetteurs ».

parts. L'article 411-13, alinéas 1 et 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise que « *Le prospectus de l'OPCVM contient les renseignements nécessaires pour que les investisseurs puissent juger en pleine connaissance de cause l'investissement qui leur est proposé, et notamment les risques inhérents à celui-ci. Il comporte une description claire et facile à comprendre du profil de risque de l'OPCVM, indépendamment des actifs dans lesquels il est investi* »[1496]. Il s'agit d'une formulation déjà connue, puisque les dispositions relatives au prospectus ou au document de référence concernant les valeurs mobilières sont rédigées en des termes identiques. L'article 17, alinéa 1er du règlement « Émetteurs » de la Consob du 14 mai 1999 est rédigé en des termes identiques puisqu'il prévoit que « *Le prospectus relatif à l'offre publique de parts ou d'action d'OPCVM dont il est fait référence dans la présente section est constitué de : a) Partie I – Caractéristiques du/des fonds ou du/des compartiment/compartiments et modalités de participation ; b) Partie II – Présentation des données périodiques relatives au risque/au rendement* »[1497]. Le prospectus est accompagné d'une annexe regroupant le règlement ou les statuts de l'organisme de placement collectif[1498], ainsi qu'un document d'information clé à destination des investisseurs[1499]. Celui-ci regroupe « *les éléments essentiels suivants de l'OPCVM : a) L'identification de l'OPCVM ; b) Une brève description de ses objectifs de placement et de sa politique de placement ; c) Une présentation de ses performances passées ou, le cas échéant, de scénarios de performances ; d) Les coûts et les frais liés ; e) Le profil de risque au regard de la rémunération de l'investissement, y compris des orientations et des mises en garde appropriées sur les risques inhérents à l'investissement dans l'OPCVM concerné* »[1500], ces éléments devant être régulièrement mis à jour à l'image du prospectus lui-même[1501].

[1496] A ces informations, s'ajoutent celles visées aux articles 411-114 à 411-117 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, relatifs notamment aux frais de fonctionnement de l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières et à sa politique d'investissement.

[1497] Texte original : « *Il prospetto relativo all'offerta al pubblico di quote o azioni degli OICVM di cui alla presente Sezione è costituito da: a) Parte I - Caratteristiche del/dei fondo/fondi o comparto/comparti e modalità di partecipazione; b) Parte II - Illustrazione dei dati periodici di rischio/rendimento, costi del/dei fondo/fondi o comparto/comparti* » (art. 17, al. 1er, Règlement « Émetteurs »).

[1498] Art. 411-113, al. 3, RG AMF et 17, al. 2, Règlement « Émetteurs ».

[1499] Art. 411-113, RG AMF et art. 15-*bis*, Règlement « Émetteurs » qui désigne le document contenant les informations clés pour les investisseurs par l'acronyme anglais « *KIID* », qui correspond au « *Key Investor Information Document* ».

[1500] Art. 411-107, 4°, al. 1er, RG AMF.

[1501] Art. 411-107, al. 3, RG AMF et 18, Règlement « Émetteurs » pour le prospectus lui-même ; art. 411-107, 4°, al. 3, RG AMF et 15-*bis*, al. 2, Règlement « Émetteurs » pour le document d'information clé.

Là encore, il est possible de voir ressortir des dispositions à peine étudiées le caractère descriptif du prospectus publié en cas d'offre au public d'actions ou de parts d'organisme de placement collectif de valeurs mobilières, puisque les renseignements à fournir aux investisseurs résident non seulement dans les caractéristiques de l'opération, mais aussi et surtout dans les données relatives au fonctionnement dudit organisme. En revanche, d'autres informations n'ont pas pour finalité de retracer une chronologie ou de représenter une société et les titres qu'elle propose, mais consistent simplement à aviser les marchés de l'imminence d'une opération ou d'un évènement significatif.

C- L'information diffusée en cas d'émission de titres de capital ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus

295. Les émissions de titre de capital ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus : Il s'agit des opérations permettant aux émetteurs d'augmenter leur capital en émettant de nouveaux instruments financiers mais qui ne remplissent pas les conditions pour donner lieu à l'établissement d'un prospectus. Bien souvent, elles correspondent aux opérations qui ne sont pas des offres au public de titres ou à des émissions réalisées par placement privé. Celle-ci s'adresse principalement aux investisseurs qualifiés[1502], ou à un cercle restreint d'investisseurs[1503], ou encore aux professionnels agissant pour le compte de tiers[1504], alors que celle-là représente simplement une émission de titres qui n'atteint pas un certain seuil fixé par l'autorité des marchés financiers[1505].

[1502] Art. L. 411-2, II, al. 2, C. mon. fin. : « *Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret* ». Art. 34-*ter*, al. 1er, *b*), Règlement « Émetteurs ».

[1503] Art. L. 411-2, II, al. 3, C. mon. fin. : « *Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret* ».

[1504] Art. L. 411-2, II, al. 1er, C. mon. fin.

[1505] Art. L. 411-2, I et I-bis, C. mon. fin. : le montant total de l'émission ne doit pas excéder plus de 5 millions d'euros et ne doit pas représenter plus de 50% du capital de l'émetteur (AMF, Position n° 2013-03 du 4 fév. 2013, dite « Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF », § I) ; art. 34-*ter*, al. 1, *a*) du Règlement « Émetteurs » qui fixe le seuil à 150 individus.

L'opération financière qui ne donne pas lieu à la diffusion d'un prospectus doit pour autant permettre aux investisseurs de connaître les modalités de l'opération, afin qu'il puisse effectuer des choix pertinents et décidés de participer ou non à ladite opération en toute connaissance de cause. Dès lors doivent être communiqués « *la nature de l'opération, le type d'offre, le cadre juridique de l'émission, le montant et les raisons de l'émission, l'utilisation prévue du produit de l'émission et l'impact, le cas échéant, d'une limitation de celui-ci, le nombre de titres émis et le pourcentage de dilution susceptible de résulter de l'émission, le cas échéant, la garantie, les engagements ou intentions connus de l'émetteur, des principaux actionnaires ou d'investisseurs, le cas échéant, toute information relative à des accords connexes conclus avec des souscripteurs (notamment en termes de gouvernance, …), le calendrier prévisionnel de l'opération* »[1506]. De plus, le document doit mentionner que l'offre n'est pas soumise à un prospectus nécessitant un visa de l'Autorité des marchés financiers, et également réitéré la présentation des risques figurant dans le document de référence. Enfin, si l'opération financière est susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours des instruments financiers qu'elle concerne, elle doit faire l'objet d'un communiqué spécial en vertu de l'article 223-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers[1507].

D- Les notes d'opérations préalables aux offres publiques d'acquisition et d'échange

296. Les déclarations d'intention précédant les offres publiques d'acquisition ou d'échange : Il convient de rappeler que l'offre publique d'acquisition s'entend de l'« opération financière permettant à une ou plusieurs personnes physiques ou morales de faire connaître publiquement aux actionnaires d'une société leur intention d'acquérir tous leurs titres dans un délai précis (de plus de vingt jours) et

[1506] AMF, Position n° 2013-03 du 4 fév. 2013, dite « Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF », § I.

[1507] L'article 223-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération* ».

à un prix déterminé »[1508], alors que l'offre publique d'échange « permet à une société de prendre le contrôle d'une autre par échange d'actions »[1509]. L'article 223-32 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers exige que les initiateurs de l'offre révèlent au public leur intention « *en particulier lorsque le marché des instruments financiers d'un émetteur fait l'objet de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles, l'AMF peut demander aux personnes dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elles préparent, seules ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, une offre publique d'acquisition* ». C'est donc l'hypothèse de la rumeur qui est sous-tendue par cette disposition.

La publication de ces documents, destinés à permettre un choix éclairé des actionnaires qui choisiront ainsi d'adhérer ou non à l'offre[1510], est régie en Italie par les articles 36 et suivants du règlement « Émetteurs »[1511]. En vertu de la première disposition, la note d'information doit être transmise « *sans délai* »[1512] à la Consob et dans au moins deux agences de presse. Le contenu du document est précisé à l'article 37 qui impose d'insertion l'identité de l'offreur et des personnes qui agissent de concert avec lui, ainsi que celle de l'émetteur ; la catégorie et le volume d'instruments financiers objets de l'offre ; les raisons qui motivent cette offre ; la rémunération attachée à chacune des catégories d'instruments financiers, ainsi que le montant global de l'offre ; les conditions auxquelles cette dernière est soumise ; la mention du site Internet où il est possible d'obtenir des informations complémentaires et de nombreuses autres informations mentionnées à cet article.

Ce sont des informations similaires qu'exige l'article 231-46, II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui régit le contenu des déclarations préalables aux offres publiques. Le paragraphe I du même article précise les destinataires concernés par l'obligation d'adresser une déclaration à l'Autorité des marchés financiers relatives aux opérations effectuées en cas de franchissement de seuil de 1 %, 2 % ou 5 % : il s'agit

---

[1508] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 487.

[1509] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *ibid.*, p. 488.

[1510] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 48.

[1511] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».

[1512] Texte original : « *senza indugio* » (art. 36, al. 1er, Règlement « Émetteurs »).

principalement des personnes concernées par l'offre, et celles qui agissent de concert avec ces dernières. Les déclarations adressées à l'autorité française doivent prendre la forme des formulaires évoqués dans son instruction n° 2009-08 du 1er octobre 2009[1513]. L'article 231-45 rappelle également que « *L'initiateur déclare, sans délai, à l'AMF l'identité du ou des prestataires de services d'investissement chargés de présenter le projet d'offre* ».

Enfin, à l'image des documents d'information précédant, les notes d'information relative aux offres publiques d'acquisition ou d'échange, doivent préciser l'ensemble des risques auquel est exposé l'émetteur, mais aussi ceux qui sont attachés aux instruments financiers objets de l'opération, ainsi que les conflits d'intérêts éventuels qui existent entre l'initiateur de l'offre et l'émetteur[1514].

297. Le caractère *marketing* de la note d'information relative aux offres publiques d'acquisition et d'échange : Outre les données à caractère purement descriptif destiné à connaître les modalités de l'opération, le document accompagnant les offres publiques d'acquisition et d'échanges doit également convaincre les destinataires, en particulier les actionnaires de la société-cible lorsque l'offre est inamicale[1515]. Afin de les convaincre de céder leurs titres, l'initiateur de l'offre doit se montrer particulièrement persuasif en détaillant les projets susceptibles de plaire à ces derniers. Au contraire, la société qui est visée par l'opération doit répondre par des notes d'information destinée à remettre en cause la pertinence et la pérennité des mesures envisagées par l'offreur[1516].

[1513] AMF, Instruction n° 2009-08 du 1er oct. 2009, « Contrôle des opérations d'offre publique d'acquisition ».

[1514] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1a ed., 2002, p. 49.

[1515] Gilberto GABRIELLI, *ibid.*, p. 50 ; Catherine MALECKI, « La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition et l'information des actionnaires et des salariés », *D.* 5 oct. 2006, n° 33, pp. 2314-2318 ; Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », pp. 488 et 491.

[1516] Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *Pentacom, Communication corporate, interne, financière, marketing b-to-c et b-to-b*, Pearson Education France, 2° éd., 2009, Chap. 14 « La communication financière », p. 491.

Paragraphe 2. Les données purement informatives

298. La réunion des informations permanente et occasionnelle : De nombreux communiqués rédigés par les émetteurs n'ont d'autre but que d'aviser le public de la survenance d'un événement, en particulier lorsque ce dernier est susceptible d'avoir une influence sur le cours des instruments financiers qu'il concerne, ou encore sur la situation patrimoniale financière ou sur l'activité commerciale de cet émetteur. Dans ce cas, la finalité recherchée par la société n'est pas de mettre en mesure l'investisseur d'adhérer ou non à une opération financière par la présentation des modalités de cette dernière, mais tout simplement de l'informer sur les évolutions concernant la société. Les données diffusées dans ce cadre correspondent principalement à l'information permanente, qui se manifeste notamment dans l'information privilégiée (A), et en partie à l'information occasionnelle qui est émise lorsque survient une modification de la structure du capital par exemple (B).

A- Le caractère primordial de la diffusion d'informations privilégiées

« La vie boursière est faite de discrétion, voire de secrets. »[1517]

299. L'objectif de la diffusion des informations privilégiées : L'information privilégiée constitue une information relative à un ou plusieurs émetteurs, ou à un ou plusieurs instruments financiers, qui n'est pas encore connu du public et qui, si elle était publiée, serait susceptible d'influer sensiblement sur le cours des instruments financiers qu'elle concerne[1518]. La plupart du temps, il s'agit d'informations fondamentales qui concernent soient la société elle-même, soit son environnement économique ou concurrentiel ou encore la situation personnelle ou professionnelle de ses principaux

[1517] Mohamad MOHYEDDIN, *Les procédures appliquées à la répression des infractions boursières. Une étude comparée en droit français et syrien*, Thèse : droit, Poitiers, 2011, p. 38.

[1518] Tommaso DE VITIS, « Art. 113 – Prospetto di quotazione ; Art. 114 – Comunicazioni al pubblico ; Art. 115 – Comunicazioni alla CONSOB ; Art. 116 – Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico ; Art. 118 – Casi di inapplicabilità », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 625.

dirigeants[1519]. Le but principal de la divulgation au public des informations privilégiées, notamment par le biais d'une diffusion effective et intégrale, réside dans le souhait des autorités d'atténuer la situation d'inégalité des investisseurs face à l'accessibilité à l'information financière[1520] : dès lors, les dispositions qui lui sont consacrées tendent à dissiper les asymétries d'information, afin d'empêcher par là-même que certaines personnes, en possession de l'information privilégiée, n'en profite pour accomplir des transactions sur les marchés. Une diffusion rapide de ces données permet également une intégration plus prompte de ces dernières dans le cours des instruments financiers[1521].

1. Les conditions de diffusion de l'information privilégiée

300. L'impératif de conciliation de la transparence financière avec le secret des affaires : La transparence des marchés financiers est l'objectif principal recherché par les autorités et justifie l'ensemble des obligations posées à charge des émetteurs en matière d'information financière. Afin que les investisseurs puissent représenter en temps réel la valeur de l'entreprise, un flux continu d'informations déferle sur les marchés ; cependant, entre le moment où l'information est connue de la société et celui où elle est portée à la connaissance du public, il est une catégorie restreinte de personnes qui possèdent cette information, appelées initiés, et qui pourraient être tenté de l'utiliser pour accomplir les transactions sur les marchés financiers et tirer profit de la situation temporaire marquée par la réduction de l'aléa boursier inhérent à toute opération[1522]. Afin d'éviter les disparités d'information persistante, les autorités ont imposé aux émetteurs de diffuser le plus rapidement possible les informations privilégiées.

Néanmoins il est des hypothèses dans lesquelles une information prompte des investisseurs ne sert pas toujours la protection de ces derniers, ni l'intégrité des

---

[1519] Leonardo MAZZA, « La repressione dell' "*insider trading*" nel quadro della tutela del mercato finanziario », *in* Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, p. 87.

[1520] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 25-26.

[1521] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 34.

[1522] Leonardo MAZZA, « La repressione dell' "*insider trading*" nel quadro della tutela del mercato finanziario », *in* Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, p. 93.

marchés financiers. Ce peut être le cas par exemple lorsqu'une opération financière est en cours de préparation, mais que ces modalités encore largement incertaines : dans cette hypothèse, le risque est de compromettre le projet par la fourniture de renseignements aux concurrents des sociétés concernées ; de même, une information prématurée peut parfois se révéler dévastatrice par son caractère trompeur, du fait des nombreuses incertitudes qui entourent l'opération concernée au moment de la diffusion de ladite information. Dès lors, si les autorités imposent une diffusion sans délai (a), elles ont prévu un certain nombre de situations dans lesquelles l'émetteur peut choisir de différer sous certaines conditions la publication des informations privilégiées qui le concernent (b).

a- Le principe d'une diffusion sans délai des informations privilégiées

301. La signification du principe de publication sans délai des informations privilégiées : Le principe de la diffusion sans délai résultait de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1523], laquelle prévoyait dans son article 6 une obligation à charge des émetteurs et de leurs dirigeants de diffusion des informations privilégiées « *dès que possible* ». Aujourd'hui, l'obligation a été reprise par l'article 17 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014[1524]. En France, c'est l'article 223-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui impose la diffusion sans délai des informations privilégiées, alors qu'une telle diffusion est prescrite par l'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien[1525]. Ces dispositions imposent donc à l'émetteur et à ses dirigeants de publier les informations privilégiées au plus vite dès lors qu'ils en ont eu

[1523] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[1524] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[1525] L'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière utilise l'expression « *senza indugio* ».

connaissance[1526]. Cette communication immédiate reste le principe, mais ce dernier peut laisser place au principe de préservation des intérêts des émetteurs et entraîner une publication différée de cette information dans certaines conditions.

302. Les destinataires de l'obligation de diffuser des informations privilégiées : Alors que la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1527] ne visait que les émetteurs d'instruments financiers dans son article 6, alinéa 1er, paragraphe 1er, l'article 17 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 y ajoute les sociétés dont les instruments sont négociés sur des systèmes multilatéraux ou organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de telles plateformes a été demandée[1528], mais aussi les participants au marché des quotas d'émission de gaz à effet de serre[1529]. Seulement pour ces derniers, la communication doit intervenir « *efficacement et en temps opportun* »[1530], ce qui rend l'obligation de publication un peu moins contraignante respectivement à celle qui pèse sur les émetteurs d'instruments financiers.

L'extension du champ d'application de l'obligation de communiquer une information privilégiée est intéressante puisqu'elle coïncide avec le pan répressif de la règlementation en matière d'abus de marché. La définition de l'information privilégiée[1531] a elle aussi été considérablement étendue, notamment aux plateformes ci-dessus mentionnées. D'ailleurs, en vertu de l'article 221-1, alinéa 2, du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, par renvoi au même article, alinéa 1er, *i*), la diffusion d'informations privilégiées incombe également aux sociétés dont les instruments sont négociés sur des systèmes multilatéraux de négociation organisés au sens de l'article 524-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. C'est le

---

1526 Jérôme CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Dalloz, 2014, spéc. §§ 463 s., p. 274 ; Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 131.

1527 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

1528 Art. 17, par. 1, alinéa 2, du règlement du 16 avril 2014.

1529 Art. 17, par. 2, du règlement du 16 avril 2014.

1530 *Ibid*.

1531 Art. 7 du règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014.

Cf. *infra* le premier chapitre, du premier titre, de la seconde partie consacrée aux délits d'abus d'informations privilégiée et plus particulièrement à la définition de l'information privilégiée : §§ des présents travaux.

cas d'Alternext par exemple[1532] : dès lors, toutes les sociétés qui verront leurs instruments financiers négociés sur cette plateforme seront soumises à l'obligation de diffuser les informations privilégiées qui les concernent. Il en est de même par exemple pour le *Mercato alternativo del capitale* italien (MAC) est en vertu des articles 2.7.1. et 2.7.2. du règlement des marchés organisés et gérés par Borsa italiana spa est soumis à l'obligation de publier les informations règlementées, dont l'une d'elles est justement l'information privilégiée[1533].

303. Les justifications de la communication rapide des informations privilégiées : La directive n° 2003/124/CE du 22 décembre 2003 relative à la publication des informations privilégiées et à la définition des manipulations de marché[1534] expliquait dans son quatrième considérant que la communication la plus rapide possible des informations privilégiées, par des modalités assurant une diffusion effective et intégrale, ainsi que simultanée pour l'ensemble des investisseurs[1535], réduit considérablement la durée pendant laquelle persiste la situation d'asymétrie informationnelle inhérente à tous les marchés financiers[1536]. Par conséquent, elle réduit par là-même le risque d'exploitation de ces informations confidentielles par le biais de l'accomplissement d'opérations boursières en violation des règles d'équité entre les investisseurs dans les

---

[1532] Art. 19.1., iv) de la décision AMF du 17 fév. 2015 de modification des règles d'Alternext en vue d'introduire des règles spécifiques relatives au placement privé de titres de créance.

[1533] Les articles 2.7.1. et 2.7.2. dudit règlement renvoient à l'article 65-*bis*, alinéa 4 du règlement « Émetteurs » sur les modalités de diffusion des informations privilégiées.

[1534] Directive 2003/124/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 70-72.

[1535] Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 62.

[1536] Le quatrième considérant exposait que « *La protection des investisseurs n'impose pas seulement aux émetteurs de publier en temps voulu les informations privilégiées. Elle exige aussi que cette publication soit aussi rapide et aussi synchronisée que possible entre toutes les catégories d'investisseurs dans tous les États membres dans lesquels l'émetteur a demandé ou accepté l'admission de ses instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé, afin de garantir aux investisseurs l'égalité d'accès à ces informations au niveau communautaire et de prévenir les opérations d'initiés* ».

V. également Leonardo MAZZA, « La repressione dell' "*insider trading*" nel quadro della tutela del mercato finanziario », *in* Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, p. 93 ; Flavia SFORZA, « Art. 174 – False comunicazioni e ostacolo alle funzioni della Consob », *in* Carla RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, Giuffrè editore, 1998, p. 939-940.

négociations, susceptible de tomber sous le coup de la qualification d'utilisation illicite d'informations privilégiées[1537].

b- *Les exceptions à la diffusion sans délai des informations privilégiées*

304. La préservation du secret des affaires : Etant donné la force du principe de transparence financière, le différé de publication d'une information privilégiée ne peut être mis en œuvre seulement parce que les dirigeants des sociétés concernées souhaitent garder leur projet secret : il faut que la communication immédiate de l'information soit susceptible de porter atteinte à ses intérêts légitimes, c'est-à-dire que sa divulgation dans le public pourrait notamment compromettre les négociations[1538], par exemple par la fourniture de renseignements confidentiels aux concurrents de l'émetteur[1539]. L'article 223-2, II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers fait lui aussi référence aux « *intérêts légitimes de l'émetteur* », tout comme l'article 114, alinéa 3 du texte unique en matière d'intermédiation financière[1540]. Dès lors, les chances d'aboutir de l'opération ne doivent pas être entravées par une communication trop pressante[1541]. Tel est le cas par exemple lorsque des négociations sont en cours entre une société et un émetteur en difficultés de trésorerie : dans ce cas, l'objectif de redressement de la situation financière de l'émetteur prime sur l'information du marché ; dans cette hypothèse, « l'intérêt légitime suppose qu'il y ait

---

[1537] Jérôme CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Dalloz, 2014, spéc. § 477, p. 279.

[1538] Art. 17, par. 4, a) du règlement du 16 avril 2014 (Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61).
V. Nicole DECOOPMAN, Régis VABRES et Alexandra THIL, « Autorité des marchés financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, cote 01,2012, 14 nov. 2011, § 31.

[1539] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 136.

[1540] Texte original « *legittimi interessi* » (art. 114, al. 3, TUF). Le terme est également employé à l'article 66-*bis* du règlement « Émetteurs ».

[1541] Les articles 66-*bis*, alinéa 2, *a*) du règlement « Émetteurs » et 223-2, III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers donnent quelques exemples non d'exhaustifs d'hypothèses dans lesquelles la communication d'informations privilégiées peut être retardée.

une chance réelle de surmonter la difficulté »[1542]. Une telle solution n'est pas incohérente, puisque le redressement de l'émetteur participera également de la stabilité des marchés ; il est certain que si le public venait à être informé de l'aggravation de la situation patrimoniale de l'émetteur, voire de son risque de faillite, le cours des instruments financiers de l'émetteur concerné se trouverait fortement impacté[1543]. L'autre hypothèse proposée par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et le règlement « Émetteurs » de la Consob concerne les engagements pris par les dirigeants de la société, qui doivent encore être approuvés par d'autres organes[1544] : la finalité poursuivie dans ce cadre est d'éviter la confusion dans l'esprit des investisseurs sur l'état d'avancement du projet[1545], confusion qui pourrait entraîner une appréciation erronée de l'impact de l'évènement sur la valeur de l'entreprise[1546]. En revanche, c'est cette même volonté de ne pas induire le public en erreur qui impose la communication de l'information privilégiée dès lors que le silence créé un équivoque quant à la situation de la société cotée[1547].

La préservation des intérêts légitimes de l'émetteur et l'absence de risque de confusion dans l'esprit des investisseurs ne sont pas les seules exigences pour que le différé de la publication soit permis : il faut également que l'émetteur puisse en empêcher la divulgation non contrôlée[1548].

305. L'exigence du maintien de confidentialité de l'information : Pour ce faire, la communication de l'information privilégiée doit être limitée aux personnes pour lesquelles elle est strictement nécessaire à l'exercice de leurs fonctions[1549]. Par ailleurs,

---

[1542] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 139.

[1543] Jérôme CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Dalloz, 2014, spéc. § 467, p. 276.

[1544] Cette hypothèse est également prévue par l'article 17, paragraphe 4, alinéa 2 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014.

[1545] Fausto GIUNTA, Dario MICHELETTI (a cura di), *La disciplina penale del risparmio*, Milano, Dott. A. Giuffré Editore, Coll. « Diritto e procedura penale oggi », 2008, p. 248.

[1546] Jérôme CHACORNAC, *op. cit.*, spéc. § 467, p. 276.

[1547] Art. 17, par. 4, b) du règlement du 16 avr. 2014 ; art. 223-2, II, RG AMF et art. 114, al. 3, TUF.

Jérôme CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Dalloz, 2014, spéc. § 472, p. 279.

[1548] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 269.

[1549] Art. 66-*bis*, al. 3, *a*), Règlement « Émetteurs » et 223-2, II, 1°, RG AMF.

ces dernières doivent être avisées de la nature des renseignements qu'elles reçoivent et des sanctions encourues en cas de divulgation illicite de l'information privilégiée[1550]. Les autorités européennes, italiennes et françaises exigent que l'information soit diffusée de façon simultanée à l'ensemble du public dès lors que la confidentialité de l'information privilégiée ne peut plus être assurée[1551]. Cette hypothèse surviendra par exemple en cas de rumeurs pressantes, répétées et/ou continues ou précises[1552].

306. Le retard de la publication de l'information privilégiée justifiée par la protection des investisseurs : Le règlement (UE) n° 569/2014 du 16 avril 2014[1553] a ajouté un nouveau cas, par rapport à la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1554], pouvant justifier le report de publication d'une information privilégiée. Il s'agit de la nécessité de garantir la stabilité du système financier. Dans cette hypothèse, les émetteurs peuvent différer la communication d'une information sensible seulement s'ils revêtent la qualité d'établissement financier ou d'établissement de crédit. À nouveau, trois conditions doivent être réunies : il faut que la stabilité financière de l'émetteur, et éventuellement celle des marchés, soit menacée ; que le report de la diffusion de l'information serve la protection des investisseurs et que la confidentialité de cette dernière puisse être assurée[1555]. Jérôme CHACORNAC a précisé les motivations d'un tel différé en expliquant que « L'ignorance momentanée du public n'est plus un mal nécessaire à la préservation des intérêts de l'émetteur, mais le but recherché pour assurer l'efficacité d'une intervention économique substantielle au service de la stabilité financière »[1556].

[1550] Art. 66-*bis*, al. 3, *b*), règlement « Émetteurs » et 233-2, II, 2°, RG AMF.

[1551] Art. 17, par. 4, c) et par. 7, al. 1er, règlement du 16 avr. 2014 ; art. 223-2, II, 3°, RG AMF ; art. 114, al. 3, TUF et 66-*bis*, al. 3, *c*), règlement « Émetteurs ».

[1552] Art. 17, par. 7, al. 2, règlement du 16 avr. 2014.

[1553] Art. 17, par. 5 del règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61.

[1554] 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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25.

[1555] Art. 17, par. 5, a), b) et c) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014.

[1556] Jérôme CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Dalloz, 2014, spéc. § 481, p. 283.

Le différé de publication doit par ailleurs avoir été accepté par l'autorité de marché[1557], ce qui sous-entend qu'elle exerce un contrôle sur l'appréciation de la menace qui pèse sur la stabilité de l'émetteur[1558]. Cette interprétation est confortée par le fait que le paragraphe 6, alinéa 1er, de l'article 17 du règlement du 16 avril 2014 exige que l'établissement financier ou de crédit informe l'autorité de son intention de reporter la communication de l'information privilégiée et qu'il fournisse les éléments qui caractérisent la réunion des conditions précédemment mentionnées. Enfin, le silence ne doit durer que le temps nécessaire à la protection du public et, là encore, l'autorité vérifie que cette condition perdure[1559].

Par conséquent, que la diffusion de l'information privilégiée soit différée dans le but de préserver les intérêts de l'émetteur ou la stabilité du système financier, la protection des investisseurs prime toujours : elle est dans la première hypothèse la circonstance qui peut imposer la fin du silence gardé par l'émetteur, et constitue dans la seconde hypothèse le fondement-même de ce silence.

2. La distinction entre l'information privilégiée et les autres données sensibles

307. La distinction entre information privilégiée et opération financière significative : La distinction entre information privilégiée et opération financière est propre à la règlementation française. L'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière, intitulé « *évènements et circonstances significatifs* »[1560], vise seulement les informations privilégiées au sens défini à l'article 181 du même texte. Toutefois, l'information à communiquer n'a pas exactement le même champ d'application que celle qui est objet du délit d'abus d'information privilégiée : les sociétés cotées ne sont censées publier que les données qui les concernent immédiatement[1561], alors que l'information privilégiée utilisée par un initié pour

---

[1557] Art. 17, par. 5, d) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014.

[1558] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 139.

[1559] Art. 17, par. 6, al. 2 du règlement du 16 avr. 2014.

[1560] Texte original : « *Eventi o circostanze rilevanti* », intitulé de l'article 66 du Règlement « Émetteurs ».

[1561] L'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose que « *les émetteurs cotés communiquent au public, sans délai, les informations privilégiées dont il est question à l'article 181, qui concernent directement lesdits émetteurs et les sociétés par eux contrôlées* » ; texte original : « […] *gli*

commettre une opération sur le marché, avant que le public n'ait connaissance de cette information peut concerner directement ou indirectement l'émetteur ou ses instruments financiers[1562].

En revanche, alors que l'article 223-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement* », dont la formulation laisse immédiatement penser que là encore, il n'y a pas une parfaite coïncidence entre l'information à diffuser au titre de l'information permanente et celle qui faire l'objet d'un délit ou d'un manquement d'initié[1563], l'article 223-6 précise quant à lui que « *Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération* ». A l'image de ce qui est prévue pour l'information privilégiée, l'avis au public de ce qu'une telle opération est en cours peut être différé le temps nécessaire au maintien de la confidentialité de l'opération.

308. Une distinction justifiée, une mise en œuvre critiquable : Le champ d'application des deux dispositions règlementaires françaises n'est pas exactement le même. Si une opération financière de nature à influer sensiblement sur le cours des instruments financiers qu'elle concerne peut tout à fait constituer un évènement caractéristique des informations privilégiées, il n'est pas systématique que l'initiateur de l'opération appartienne à l'émetteur. Or, la diffusion de l'information privilégiée est mise en œuvre par l'émetteur directement concerné par l'objet de cette dernière. De plus, l'information privilégiée est communiquée au titre de l'information permanente ; le cas

---

emittenti quotati comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate » (art. 114, al. 1er, TUF).

[1562] La Consob a elle-même confirmé la différence de champ d'application entre l'information privilégiée diffusée au titre de l'information permanente et celle objet du délit d'initié dans l'article 5 de la Comunicazione n. DME/6027054 della Consob del 28 marzo 2006, « Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti ».

Cf. le premier chapitre, du premier titre, de la seconde partie consacré aux abus d'informations privilégiées et en particulier les développements consacrés à l'information privilégiée.

[1563] V. en ce sens Jérôme CHACORNAC, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Dalloz, 2014, spéc. §§ 453-457, pp. 270-272.

des opérations financières significatives fait plutôt quant à lui référence aux fréquentes offres publiques d'acquisition, souvent précédées de rumeurs susceptibles de déstabiliser le cours des instruments concernés[1564].

Les deux dispositions représentent donc deux fondements éventuels pour des manquements administratifs à la bonne information du public. D'ailleurs, l'Autorité des marchés financiers n'a pas hésité à appliquer simultanément les articles 223-2 et 223-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers à l'encontre d'une même personne[1565]. Pourtant, la situation pourrait s'apparenter à un concours idéal de qualifications, dès lors qu'un même fait, à savoir l'opération financière qui pourrait potentiellement agir sur le cours des instruments financiers qu'elle concerne, est susceptibles de plusieurs qualifications. Toutefois, l'article 223-6 apparaît comme spécial par rapport à l'article 223-2, en ce que l'opération être considérée comme un type particulier d'information privilégiée ; néanmoins, il est également possible de caractériser la spécialité de l'article 223-2 qui ne concerne que l'émetteur, alors que l'article 223-6 vise « *toute personne* ». Autrement dit, la première disposition est spéciale de par son objet, alors que l'autre est spéciale de par ses destinataires. Dès lors, le cumul des deux qualifications devrait être écarté, d'autant que l'Autorité des marchés financiers admet que les deux manquements puissent être caractérisés à des dates différentes[1566], ce que ne manquement pas de critiquer certains auteurs[1567].

Dès lors, selon l'orientation choisie par l'Autorité française, la diffusion de l'information privilégiée et la publication des données relatives à des opérations financières sont clairement distinctes. La confrontation de l'information privilégiée avec les déclarations de franchissement des seuils conduit à une solution identique.

[1564] Stéphane TORCK, « Droit communautaire : de la lettre à l'action » (Intervention au colloque « *Actualité des abus de marché* », organisé par l'Association du Master de Droit bancaire et financier et l'Association du Master de Droit des affaires de l'université Panthéon-Assas Paris II, sous la direction de Monsieur le professeur Hervé Synvet, lundi 18 juin 2012 à la Maison de la Chimie), *RD bancaire et fin.* mars 2013, n° 2, dossier 17, spéc. §§ 18-19.

[1565] Cf. *infra* §§ des présents travaux sur l'affaire *Wendel*, pp. des présents travaux.

[1566] AMF, Commission des sanctions, déc. 13 déc. 2010, *Sté Wendel SA, J.-B. Lafonta et Sté Deutsche Bank Paris* confirmée par CA Paris, pôle 5, ch. 7, 31 mai 2012, RG n° 2011/05307, *Wendel et M. Lafonta*, suivi d'un pourvoi rejeté : Cass. com., 27 mai 2015, n° 12-21361, *Bull. civ. IV* 2015, n° , *Société Wendel et Lafonta c. AMF* ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, p. 358-359, obs. Frédéric STASIAK.

[1567] V. pour exemple, Stéphane TORCK, *ibid.*, spéc. §19.

309. La distinction entre information privilégiée et franchissement des seuils : L'article 117 du règlement « Émetteurs » italien[1568] précise que les personnes qui détiennent une fraction de capital dans une société dont les instruments financiers sont négociés sur un marché réglementé italien ou d'un autre État membre de l'Union européenne, doivent indiquer au public le moment où elles franchissent certains seuils de participation, ainsi que le nombre d'actions ou de droits de vote alors détenus. La même obligation est posée en France à l'article 233-7 du Code de commerce. L'obligation pèse sur « *toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote* ».
Il est possible de se demander s'il est pertinent de prévoir une disposition spécifique à la publication des franchissements des seuils alors qu'il existe déjà l'obligation de diffuser des informations privilégiées. Toutefois, une telle prévision a en premier lieu le mérite d'éviter aux participants au capital de l'émetteur de se demander si la publication relative au franchissement de tel ou tel seuil est susceptible de provoquer une altération des cours lors de sa publication. Ainsi, l'obligation découle du franchissement d'un seuil prédéterminé ce qui uniformise toutes les déclarations en la matière. En revanche, en ce qui concerne l'articulation des obligations de déclarer des franchissements des seuils et d'informer le public de toute opération financière significative, l'autorité administrative et la jurisprudence considère que si l'acquisition (ou la cession) progressive d'instruments financiers relève d'une opération financière plus générale en cours de mise en œuvre, la déclaration de franchissement des seuils est insuffisance. C'est cette hypothèse qui était visée dans l'affaire *Wendel-Saint-Gobain*[1569].

310. Le cas singulier de l'affaire *Wendel* : Une affaire française illustre parfaitement tant l'ambivalence de l'information privilégiée qui se rapporte à un processus s'étalant dans le temps que le travail ardu des personnes en charge de la communication financière d'une société cotée. Il s'agit de l'affaire Wendel dont l'épilogue réside dans la décision rendue par la chambre commerciale le 27 mai 2015. Les faits sont les suivants :

[1568] Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti ».
[1569] AMF, Commission des sanctions, déc. 13 déc. 2010, *Sté Wendel SA, J.-B. Lafonta et Sté Deutsche Bank Paris.*

entre décembre 2006 et juin 2007, la société Wendel a conclu avec quatre établissements de crédit des contrats de « *Total Return Swaps* », lesquels avaient pour actif sous-jacent les actions de la société Saint-Gobain. Le *total return swap* ou dérivé de crédit sur transfert de rendement représente « un produit dérivé qui transfère l'intégralité de la performance d'un actif détenu en échange d'une référence variable. Le détenteur d'un titre obligataire (acheteur de protection, ici les banques) transfère à autrui (vendeur de protection, ici la société Wendel) le risque attaché à la baisse de valeur de titre à une autre personne en contrepartie de la cession à celui-ci des fruits et produits attachés »[1570]. Dans ce cas, le dénouement de ces contrats pouvait intervenir au terme prévu ou par anticipation, à l'initiative de la société Wendel. Comme les obligations réciproques revêtaient une nature purement monétaire, ils conféraient à cette dernière une exposition économique à Saint-Gobain. Afin de se constituer une garantie financière, les banques ont acquis 85 millions de titres de ladite société. La société Wendel, quant à elle, a acquis des fonds par le biais des banques et d'un autre établissement de crédit à hauteur de la valeur des *total return swap*.

Par la suite, et du fait du contexte incertain du marché lié à la crise des « *subprimes* », la société Wendel a abandonné en novembre 2006 préféré mettre en œuvre une offre publique d'échange sur les titres de la société Saint-Gobain, opération que cette dernière n'avait pas sollicitée, en lieu et place du projet initial de prise de participation significative. Une réunion du conseil de surveillance de la société Wendel s'est tenue le 6 décembre 2006 et a donné lieu à un procès-verbal faisant état des réflexions sur une offre publique sur la société Saint-Gobain et les stratégies de défense pouvant être opposées par cette dernière. Ensuite, l'assemblée générale de la société Wendel a délégué au directoire sa compétence pour décider de l'émission d'actions Wendel afin de rémunérer les titres qui seraient apportés à la société dans l'hypothèse de la réalisation de cette offre, ce qui fut acté dans un procès-verbal en date du 4 juin 2007. Enfin, une nouvelle réunion du conseil de surveillance de la société Wendel a eu lieu le 18 juillet 2007 ; son procès-verbal indiquait qu'« octobre 2007 serait une période clef puisque

---

[1570] Source : https://fr.wikipedia.org/wiki/Total_return_swap. Il s'agit donc de l'« opération par laquelle deux acteurs échangent les revenus et le risque d'évolution de la valeur de deux actifs différents sur une période donnée. Une des branches du swap est généralement constituée d'un prêt à court terme, pour l'autre tout type de titre financier est imaginable (indice boursier, une action en particulier, une obligation…) » (http://www.lafinancepourtous.com/Outils/Dictionnaire/T/Total-return-swap-TRS).

c'est à ce moment-là que [devaient être] confirmés ou non les gains potentiels existant au sein de la société Saint-Gobain et la disponibilité des financements bancaires »[1571].

À compter du 3 septembre 2007, le directoire de la société Wendel a initié l'acquisition des actions de la société Saint-Gobain et à diminuer simultanément son exposition économique par le biais des *total return swap*. Elle a acquis, entre cette date et le 27 novembre 2007, plus de 66 millions d'actions représentant 17, 6 % du capital de la société Saint-Gobain, et a successivement déclaré à l'AMF, entre le 26 septembre 2007 et le 26 mars 2008, le franchissement des seuils de 5 %, 10 %, 15 % et 20 % du capital de Saint-Gobain. Le conseil de surveillance de la société Wendel a validé la prise de participation significative le 4 octobre 2007.

Après enquête et instruction clôturées le 6 avril 2009, l'Autorité des marchés financiers a notifié ses griefs à la société Wendel et au président de son directoire. L'un d'entre eux était fondé sur l'article 223-2 du règlement général et consistait à reprocher à la société objet des poursuites de ne pas avoir porté à la connaissance du public, avant d'être soumise à l'obligation de déclaration de franchissement à la hausse du seuil de 5 %, l'information privilégiée ayant consisté en la « mise en place, par la société Wendel, de l'opération sus décrite, afin de pouvoir prendre une participation substantielle dans le capital de la société Saint-Gobain »[1572]. L'autorité considérait que le directoire de la société Wendel avait officiellement décidé de transformer l'exposition économique à Saint-Gobain en une détention substantielle des titres de cette société le 3 septembre 2007 : selon elle, « La concomitance entre la signature des contrats de TRS et l'obtention, par la société Wendel, de financements lui permettant, à terme, d'acquérir les titres Saint-Gobain cédés par les banques dans le cadre du dénouement des TRS, avaient montré qu'une volonté de prise de participation significative dans le capital de la société Saint-Gobain existait dès l'origine et que c'est à cette fin que cette opération avait été mise en place »[1573]. Par décision du 13 décembre 2010, la commission des sanctions de l'AMF a retenu que tous les griefs étaient caractérisés, a prononcé une sanction pécuniaire à l'encontre de la société Wendel et du requérant et a ordonné la publication de sa décision. Par conséquent, la

---

[1571] Cass. com., 27 mai 2015, n° 12-21361, *Bull. civ. IV* 2015, n° , *Société Wendel et Lafonta c. AMF* ; ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, p. 358-359, obs. Frédéric STASIAK.

[1572] Même décision.

[1573] *Ibid*.

société requérante et son président de directoire ont formé un recours devant la Cour d'appel de Paris qui, par arrêt du 31 mai 2012, ont rejeté leurs arguments. Pour finir la chambre commerciale de la Cour de cassation a également écarté leurs moyens un à un pour rejeter le pouvoir par un arrêt du 27 mai 2015.

311. L'argumentation développée par l'Autorité des marchés financiers et les juridictions judiciaires : L'un des deux griefs notifié par l'Autorité des marchés financiers à la société Wendel et au président de son directoire était fondé sur l'article 223-6 de son règlement général, qui consacre l'obligation pour les émetteurs d'informer le public de toute « *opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier* »[1574]. Ainsi, selon l'autorité, la société aurait dû porter à la connaissance du public les principales caractéristiques de « l'opération financière » préparée par la société Wendel et « destinée à lui permettre d'acquérir une participation significative dans le capital de la société Saint-Gobain », « au plus tard le 21 juin 2007, date à laquelle l'ensemble des TRS avaient été conclus avec les établissements bancaires ». D'autre part, la société Wendel et le président de son directoire ont invoqué d'une part, une violation du principe d'interprétation stricte de la loi pénale au motif que l'article 223-6 du règlement général suppose que l'opération financière préparée soit précisément déterminée et d'autre part, un défaut de motivation, qui aurait résulté de l'absence d'explication sur la qualification de prise de participation significative retenue par préférence à celle d'offre publique d'échange et une contradiction de motifs du fait du choix de deux dates différentes (le 21 juin 2007 et le 3 septembre 2007) pour affirmer qu'il existait une information relative sur une opération financière devant être portée à la connaissance du public (art. 223-6, RG AMF) et une information privilégiée (art. 223-2, RG AMF). La Cour d'appel de Paris a répondu sur le premier aspect en expliquant que seule comptait la préparation de l'opération financière, les modalités de mise en œuvre de cette dernière important peu et sur le second aspect, en relevant que les franchissements des seuils successifs constituaient une même opération de prise de participation significative, et en considérant que la détermination des modalités de ladite OPE par la société Wendel avait fait naître la préparation de l'opération financière qui devait donc être portée à la connaissance du

[1574] Cass. com., 27 mai 2015, n° 12-21361 précitée.

public (art. 223-6), et que l'existence d'une telle opération devenait une information suffisamment précise au sens de l'information privilégiée (art. 223-2), dès lors que le directoire de cette société avait pris la décision d'acquérir petit à petit les actions de la société objet de l'opération. L'argument des requérants tiré de ce que l'opération pouvait rester confidentielle le temps de sa préparation afin d'assurer son succès en la cachant à la société objet puisqu'elle n'avait pas sollicitée cette opération a également été écarté : selon la Cour d'appel, la société requérante avait acquis l'ensemble des TRS et obtenu les financements nécessaires et avait commencé les négociations avec la société objet de l'opération dès le franchissement du premier seuil ; ainsi, la préservation de la confidentialité de l'opération n'était plus nécessaire.
En quatrième et dernier lieu, la société requérante et l'ancien président de son directoire invoquait l'argument selon lequel l'opération préparée ne pouvait constituer une information privilégiée au sens de l'article 223-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers puisque jusqu'au 30 août 2007, elle correspondait à une offre publique d'échange puis est devenue une prise de participation significative envisagée le 3 septembre 2007 par le directoire et entérinée par le conseil de surveillance la 4 octobre 2007 seulement. Par ailleurs, ils affirmaient que la précision de l'information résultait de la possibilité de déterminé avec un degré de probabilité suffisant le sens de l'influence possible sur le cours des instruments financiers. Selon la Cour d'appel de Paris, l'opération financière ayant été concrètement envisagée et pensée dans le but de prendre le contrôle de la société objet de l'opération, l'information privilégiée existait dès lors que la requérante a commencé à la mettre en œuvre, par le biais de l'acquisition progressive de ses actions, le changement dans les modalités de l'opération étant indifférent.

B- Les modifications de la structure du capital ou du patrimoine de l'émetteur

312. Les cessions d'actifs significatifs : L'Autorité des marchés financiers a détaillé le contenu des déclarations de cession d'actifs significatifs en précisant que celles-ci devaient mentionner « *les circonstances et motifs d'ordre stratégique, économique et financier qui ont conduit à envisager et lancer le processus de cession* », et notamment, « *les critères quantitatifs et qualitatifs explicitant les raisons pour lesquelles l'offre a été*

retenue, et, dans l'hypothèse de plusieurs offres concurrentes, sollicitées ou non, les conditions dans lesquelles ces offres ont été appréciées et écartées, sous réserve des clauses de confidentialité »[1575]. La mention de tels éléments est destinée à permettre l'identification des conflits d'intérêts éventuels, susceptibles d'altérer la décision de vote relativement à la cession d'actifs significatifs.

313. Les réductions de capital pour pertes : Sur ce point l'article, l'article 74 du règlement « Émetteurs » implique la mise à disposition du public par les administrateurs d'un rapport sur la situation patrimonial de l'émetteur. Ce document va principalement servir aux actionnaires pour décider de voter, ou non, la décision de réduction de capital pour pertes. De son côté, l'article 225-104 du Code de commerce prévoit également la mise à disposition des actionnaires d'un rapport sur l'opération établi par les commissaires aux comptes. Si ces dispositions se réfèrent davantage au droit des sociétés, il n'en demeure pas moins qu'elles restent liées à l'information financière et aux émetteurs puisque le vote de la décision de réduction de capital pour pertes modifiera nécessairement la structure du capital de l'émetteur.
Après avoir montré une convergence assez marquée quant au contenu de l'information financière, il convient d'étudier les moyens de communication ayant trait à cette dernière.

Section 2. L'identité des modalités de diffusion de l'information financière en France et en Italie

314. Des modalités de diffusion variables en fonction des intentions des émetteurs : Ce qui compte pour les sociétés cotées est que le public se représente justement la valeur de ces dernières et qu'elles trouvent de nouveaux actionnaires. Il importe donc que les informations qu'elles diffusent soient bien visibles et facilement accessibles. Par ailleurs, comme cela a été expliqué précédemment[1576], toutes les catégories de destinataires n'ont pas les mêmes attentes en la matière, du fait des qualités différentes qu'ils possèdent (actionnaires, salariés, autorités de surveillance des

[1575] AMF, Position-recommandation n° 2015-05 du 15 juin 2015, dite « Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs » : recommandations 1 et 2.
[1576] Cf. §§ 73 s., pp. 172 s. des présents travaux.

marchés, etc.). C'est pourquoi les supports de la communication financière sont très variés[1577], ce qui s'explique aussi par les multiples exigences légales et réglementaires posées par les États membres. Il convient donc de présenter les moyens de communication financière (Paragraphe 1) pour ensuite donner quelques précisions sur l'influence du moment auquel les sociétés cotées choisissent de publier les informations qui les concernent (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. Les supports de l'information financière

315. La multiplicité des formes de la communication financière : Alors que quelques décennies auparavant, la publication dans la presse écrite était très diffusée, le développement d'Internet a éclipsé ce mode de publication et entraîné la consécration de la communication électronique. Pour autant, la presse écrite n'a pas complètement disparu ; simplement, elle ne représente plus l'outil de diffusion prioritaire et prévalent. Par ailleurs, les émetteurs ont pris l'habitude de recourir à des diffuseurs professionnels afin de se libérer d'une partie des obligations qui leur incombent. Enfin, il existe des supports plus ciblés telles que les offres promotionnelles ou publicitaires, ou encore les documents adressés aux seuls actionnaires, qui ont pour finalité très précise d'attirer ou de fidéliser les investisseurs. Il convient donc de présenter chacun de ses supports un à un.

316. Le communiqué officiel : Le communiqué officiel transmis au public par voie électronique est la voie privilégiée tant par la législation italienne que par les règles françaises pour parvenir à l'objectif de diffusion intégrale, effective et simultanée des informations à l'ensemble du public. Néanmoins, ne sont concernées que les sociétés dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché

[1577] Jean-Yves LEGER dégage trois catégories de moyens de communication : « *Parmi les outils de communication économique et financière, certains sont traditionnels, d'autres sont fondés sur le relationnel, un autre encore est lié aux évolutions technologiques. Moyens traditionnels : communiqué, rapport annuel, lettre aux actionnaires, brochure institutionnelle, publicité financière dans la presse. Moyens reposant sur la relation : relations avec les investisseurs particuliers et institutionnels, relations avec les analystes financiers et des journalistes. Moyens apparus plus récemment grâce aux nouvelles technologies : Internet, bien sûr, et les nouvelles technologies, qui sont en train de modifier profondément la communication économique et financière* », *in La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp. 62-63.

réglementé[1578] ; pour les émetteurs qui voient leurs titres négociés sur les systèmes multilatéraux de négociation, une diffusion des informations sur leur site Internet est suffisante[1579]. La combinaison des articles 223-9[1580] et 221-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers induit que la seule façon d'atteindre l'objectif précité réside dans l'utilisation du communiqué dans sa version électronique, puisque l'article 221-4, II du même texte explique que « *La diffusion effective et intégrale de l'information réglementée s'entend comme une diffusion permettant d'atteindre* ***le plus large public possible*** *et* ***dans un délai aussi court que possible*** *entre sa diffusion en France et dans les autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen* »[1581]. En Italie, l'article 66 du règlement « Émetteurs » mentionne expressément l'utilisation du communiqué pour les renseignements fournis dans le cadre de l'information permanente au sens de l'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière. Ce communiqué est diffusé soit directement par l'émetteur[1582], soit par l'intermédiaire d'un diffuseur professionnel[1583]. Toutes les informations publiées par l'émetteur font donc l'objet d'un communiqué officiel. C'est le

---

[1578] Art. 65-*bis*, al. 1, Règlement « Émetteurs » qui vise les « *émetteurs de valeurs mobilières* », qui doivent s'entendre des « *sujets qui émettent des valeurs mobilières admises aux négociations sur un marché réglementé italien et qui ont choisi l'Italie comme État membre d'origine au sens de l'article 1er, alinéa 1er lettre* w-quater *du Texte unique* [en matière d'intermédiation financière] » ; texte original : « *soggetti che emettono valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato in Italia e che hanno l'Italia come Stato membro d'origine ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera w-quater, del Testo unico* » (art. 65, al. 1er, *b*), du même règlement).

[1579] L'article 221-3, II, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose en effet que « *Lorsque les titres financiers de l'émetteur sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1, la publication sur son site des informations réglementées vaut diffusion effective et intégrale au sens du I* ».

[1580] Cette disposition indique que « *Toute information mentionnée aux articles 223-2 à 223-8 doit être portée à la connaissance du public sous la forme d'un communiqué diffusé selon les modalités fixées à l'article 221-3* ».

[1581] Mis en gras par nous. De leur côté, Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET considèrent que « *L'émetteur qui dispose des moyens nécessaires peut transmettre l'information réglementée directement aux différents sites Internet, agences de presse et autres systèmes d'information en temps réel. Le mode de diffusion est celui de la transmission par voie électronique qui offre au public français et européen l'accès le plus rapide et quasi simultané à l'information réglementée* », *in Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 113.

[1582] Art. 65-*sexies*, Règlement « Émetteurs ».

[1583] Art. 65-*quinquies*, même règlement.

cas par exemple des informations publiées annuellement ou semestriellement[1584] ou des informations relevant de l'information permanente[1585].

317. Les qualités que doivent revêtir le communiqué officiel : Il convient de rappeler que l'information doit être complète, non équivoque et compréhensible, ce qui suppose que le communiqué élaboré par les sociétés cotées soit présenté de façon à identifier rapidement les éléments pertinents à la prise de décision des investisseurs. Gilberto GABRIELLI précise sur ce point que « le communiqué, qui respecte les principes d'exhaustivité et d'intelligibilité de l'information, doit contenir les éléments essentiels du « fait » de façon à permettre une évaluation correcte et complète des effets que celui-ci peut produire sur le cours des instruments financiers »[1586]. Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET partagent la position de l'auteur italien puisqu'ils estiment que « Les informations nécessaires à une claire compréhension de la situation de l'émetteur doivent faire l'objet d'un communiqué et leur insertion dans un autre support ne libère pas l'émetteur de son obligation d'information. En effet, le public ne doit pas avoir à effectuer des recherches et des recoupements entre différents supports d'information pour avoir une vision complète de ces éléments essentiels. Est pertinent tout fait dont la connaissance est nécessaire pour avoir une claire vision de la situation de l'émetteur. En quelque sorte, la connaissance de ce fait pertinent est indispensable car elle sera prise en compte par un investisseur raisonnable pour comprendre la situation et fonder ses décisions d'investissement »[1587] et ajoutent de ce fait que « Si nécessaire le communiqué doit ***renvoyer à l'information figurant dans des communiqués précédents*** »[1588]. Il

---

[1584] Art. 221-3, I, RG AMF et 223-9 du même texte et art. 66, al. 3, Règlement « Émetteurs ».

[1585] Art. 221-3, 221-4, II et 223-9 combinés, RG AMF et art. 66, règlement « Émetteurs ».

[1586] Texte original : « *Il comunicato, nel rispetto dei principi di completezza e intelligibilità delle informazioni, deve contenere gli elementi essenziali del fatto in forma idonea a consentire una valutazione corretta e completa degli effetti che esso può produrre sul prezzo degli strumenti finanziari* », Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 38.

[1587] Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 114.

[1588] *Ibid.*, p. 116.

Jean-Yves Léger a quant à lui donné quelques indications sur les caractéristiques des communiqués en expliquant que « Le communiqué doit être court et clair, avec un style propre à l'entreprise, un ton sans emphase, avec un brin d'originalité, des mots simples et accessibles, sans jargon, et une

s'agit toujours de respecter les principes d'exactitude, précision et sincérité qui guide toute la diffusion des informations financières.

318. Les publications au *BALO* : Il s'agissait d'une exigence française très répandue avant l'adaptation du droit français en matière d'information périodique aux exigences de la directive n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004 dite « *Transparence* »[1589], par la loi n° 2008-258 du 13 mars 2008 dite « *Loi Breton* »[1590]. Préalablement à cette réforme, les sociétés cotées dont les titres sont négociés sur des marchés réglementés devaient faire publier au *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* le chiffre d'affaires net publié chaque trimestre, les comptes semestriels et les comptes annuels provisoires. Depuis les modifications ayant affecté le droit français, seuls les états financiers de fin d'exercice doivent être publiés dans ce cadre dans les quarante-cinq jours suivant l'assemblée générale les ayant approuvés[1591]. De même, une telle obligation existe en Italie : les membres du conseil d'administration doivent fournir au « Registre des sociétés et des entreprises » (*registro delle società et delle imprese*) une copie du bilan annuel et du procès-verbal ayant permis l'adoption des comptes annuels, ainsi que le nombre d'actions détenues par chaque actionnaire[1592].

---

présentation aérée. Idéalement, un communiqué, à l'exception parfois des communiqués de résultats, ne doit pas dépasser deux pages.
La première information contenue dans le communiqué, c'est son titre qui doit exprimer une idée et pas seulement indiquer un contenu. Le titre doit donc être accrocheur et clair […].
Le texte du communiqué doit commencer par rappeler très brièvement qui est l'émetteur et son activité, si la société n'est pas en permanence au premier plan de l'actualité. Puis vient le contenu : l'information principale, qui doit donc venir en tout début de communiqué, puis l'annonce du fait brut : un résultat, une acquisition ou un nouveau produit. Une ou deux informations annexes peuvent éclairer la principale. Enfin l'habitude venue des États-Unis se répand de faire commenter l'information diffusée par le dirigeant ou les dirigeants si deux sociétés sont concernées. […]
Deux éléments essentiels doivent figurer pour conclure le communiqué : d'abord une présentation institutionnelle synthétique de l'entreprise, avec quelques données chiffrées, ensuite le nom de la ou les personnes qui répondront le cas échéant aux questions », *in La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, pp.64-65.

[1589] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57.

[1590] Loi n° 2005-842 du 26 juil. 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite « Loi Breton », *J.O.R.F.* n° 173 du 27 juil. 2005, p. 12160.

[1591] Art. R. 232-11, C. com.

[1592] Art. 2435, C. civ. it. : « *Entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio le società non aventi azioni quotate in mercati regolamentati sono tenute altresì a depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese*

319. La presse écrite : La presse écrite est encore aujourd'hui énormément sollicitée dans les règlements de la Consob, puisque nombreuses sont les informations que les émetteurs italiens sont contraints d'insérer dans un ou deux quotidiens à diffusion national. A titre d'exemple, les informations réglementées italiennes doivent être publiées « *dans les quotidiens nationaux* »[1593], tout comme le prospectus[1594] ou le document de référence[1595] diffusés en cas d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé. L'autorité française identifie des caractéristiques plus spécifiques à l'information financière diffusée par voie de presse : elle permet en premier lieu, un lien direct avec les actionnaires de l'émetteur et favorise en second lieu, l'appréhension des informations par les investisseurs de par son caractère pédagogique[1596].

320. Les données diffusées sur Internet : Les informations publiées sur Internet sont toujours plus nombreuses, du fait de l'espace qu'offre la toile : dès lors des documents complémentaires avec des contenus explicatifs sont souvent mis en ligne afin de compléter les communiqués officiels[1597]. De plus, les sites Internet ont l'avantage d'offrir un espace de stockage et de conservation des données. Enfin, les émetteurs français sont tenus de disposer d'un espace en ligne consacré à la diffusion de l'information règlementée[1598]. La Consob italienne exige également ce dernier support pour la diffusion des renseignements relatifs aux « *évènements et circonstances significatifs* »[1599], et pour l'information règlementée, c'est-à-dire l'ensemble des informations que les émetteurs d'instruments financiers italiens et les sociétés qu'ils contrôlent sont

---

l'elenco dei soci riferito alla data di approvazione del bilancio, con l'indicazione del numero delle azioni possedute, nonché dei soggetti diversi dai soci che sono titolari di diritti o beneficiari di vincoli sulle azioni medesime » (art. 2435, al. 2, C. civ. it.)

[1593] Texte original : « *sui quotidiani nazionali* » (art. 113-*ter*, al. 3, TUF).

[1594] Art. 212-27, I, 1°, RG AMF et 9, al. 1er, *a*), Règlement « Émetteurs ».

[1595] Art. 9, al. 1er, *a*), Règlement « Émetteurs ».

[1596] AMF, Recommandation n° 2007-08 du 20 janv. 2007, dite « Communication financière par voie de presse écrite et diffusion de l'information règlementée ».

[1597] Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 68-69 ; Philippe MALAVAL, Jean-Marc DECAUDIN, Christophe BENAROYA, *op. cit.*, p. 482.

[1598] L'article R. 210-20 du Code de commerce français dispose que « *Les sociétés dont les actions sont admises à la négociation sur un marché règlementé sont tenues de disposer d'un site internet afin de satisfaire à leurs obligations d'information de leurs actionnaires* »

[1599] Texte original : « *Eventi o circostanze rilevanti* », intitulé de l'article 66 du Règlement « Émetteurs ».

contraints de diffuser[1600]. Dès lors nombreux sont les documents qui doivent être mis en ligne par les émetteurs : à titre d'exemples, sont concernés le rapport financier annuel[1601], le prospectus[1602] et le document de référence[1603] diffusés en cas d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé.

321. Le recours à un diffuseur professionnel : L'article 65-*bis*, alinéa 1er du Règlement « Émetteurs » encourage l'utilisation des « SDIR » ou systèmes de diffusion des informations réglementées, qui correspondent aux « *système[s] de communication électronique des informations réglementées, autorisé par la Consob, qui connecte[nt] ses propres utilisateurs aux médias, et qui [sont] institué[s] et organisé[s] selon les impératifs posés par l'article 113-ter du texte unique* [en matière d'intermédiation financière] »[1604]. L'Autorité des marchés financiers incite à la même pratique et prévoit qu'en cas de recours à un diffuseur professionnel, ce dernier se substitue à l'émetteur pour ce qui concerne l'obligation de communiquer à l'autorité de marché les informations transmises simultanément au public[1605]. De ce fait, la société bénéficie d'« une présomption de diffusion effective et intégrale »[1606].

322. Les autres supports : Il a été expliqué dans le premier chapitre de ces travaux que l'information financière a également pour objectif, au-delà de permettre aux investisseurs de se représenter pertinemment la valeur de l'entreprise, de séduire certaines catégories de personnes. Parmi elles, figurent les actionnaires, cibles privilégiés des grands groupes. Les supports qui leur sont destinés ce sont multipliés et peuvent prendre des formes variées et ludiques, afin de compenser la rudesse des documents comptables annuels. Il s'agit par exemple de la lettre aux actionnaires

---

1600 Art. 65-*bis* du Règlement « Émetteurs » par renvoi à l'art. 113-*ter*, al. 1er, TUF.

1601 Art. 221-3, II, RG AMF et art. 154, al. 1er, TUF.

1602 Art. 212-27, I, 3°, RG AMF et 9, al. 1er, *a*), Règlement « Émetteurs ».

1603 Art. 9, al. 1er, *c*), Règlement « Émetteurs » et art. 212-27, I, 4°, RG AMF.

1604 Texte original : « *sistema di diffusione elettronica delle informazioni regolamentate, autorizzato dalla Consob, che collega i propri utilizzatori ai media, istituito e organizzato in aderenza ai requisiti stabiliti ai sensi dell'articolo 113-ter del Testo unico* » (art. 65, al. 1er, *g*), Règlement « Émetteurs »).

1605 Art. 1, AMF, Instruction n° 2007-03 du 31 mai 2007, modifiée le 8 juil., dite « Modalités de dépôt de l'information règlementée par voie électronique ».

1606 Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, pp. 114-115.

diffusée à échéances semestrielle ou annuelle[1607], ou encore des brochures institutionnelles.

Après avoir dressé un panorama des moyens de l'information financière, il convient de s'attarder sur le moment auquel il est judicieux pour les émetteurs de communiquer, afin d'une part que l'information soit reçue par un maximum de personnes au plus vite, et d'autre part, dans le but d'éviter que l'instant de sa diffusion soit synonyme de volatilité des cours.

Paragraphe 2. Les temps de l'information financière

323. Les moments de la communication déterminés par la loi : De nombreuses dispositions prévoient les périodes au moment desquelles la communication de l'information financière doit intervenir. C'est le cas des articles qui regardent la publication des prospectus publiés en cas d'offre au public de titres ou de demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé[1608], les déclarations de franchissement des seuils[1609], les rapports financiers semestriel[1610] et annuel[1611]. D'autres textes concernent les informations privilégiées : pour celles-ci, il n'y a pas de délai chiffré précis, mais l'indication posée tant par le texte unique italien que par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers est tout aussi évocatrice, puisque celles-ci doivent être publiées « *dès que possible* »[1612]. Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET expliquent l'intérêt d'une diffusion rapide des informations privilégiées : « *La raison de cette célérité est double. Tout d'abord, les investisseurs doivent avoir accès au plus vite aux informations susceptibles d'impacter sensiblement le cours du titre pour prendre leurs décisions en toute connaissance de cause. Le bon fonctionnement du marché suppose une information en temps réel afin que le cours reflète instantanément l'appréciation de la valeur du titre par les investisseurs. Ensuite, seule la rapidité de la communication assure le respect de l'égalité de traitement des investisseurs car elle est la meilleure protection contre les risques de « fuite » et les manquements qui portent atteinte*

[1607] Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 233.

[1608] Art. 212-26, RG AMF et art. 9, Règlement « Émetteurs ».

[1609] Art. L. 233, VII, C. mon. fin. et 117, Règlement « Émetteurs » combiné avec l'art. 120, al. 2, TUF.

[1610] Art. L. 451-1-2, III, al. 1er, C. mon. fin. et 154-*ter*, al. 2, TUF.

[1611] Art. L. 451-1-2, I, al. 1er, C. mon. fin. et 154-*ter*, al. 1er, TUF.

[1612] Art. 223-2, RG AMF et art. 114, al. 1er, TUF(« *senza indugio* »).

à cette égalité »[1613]. Le second de ces deux motifs qui tend à réduire le temps durant lequel il existe une asymétrie d'information a déjà été évoqué précédemment[1614], et l'objectif de transparence visé par l'information permanente se trouve conforté ici.

324. Le choix du moment de la diffusion ou non au cours de la journée : Il ne suffit pas seulement pour l'émetteur de se conformer aux règles posées par la loi ou le règlement. Il doit également veiller à deux écueils : d'une part, la publication de l'information ne doit pas entraîner un traitement inégal des investisseurs notamment en cas de multicotation de l'émetteur, et d'autre part, la société doit tenter de minimiser les effets perturbateurs susceptibles d'être provoqués par l'annonce, afin de limiter la volatilité des cours et l'altération excessive de ces derniers. Le fait qu'une société ait des titres négociés sur des plateformes de différents pays ne fait pas disparaître l'obligation pour l'émetteur d'assurer une diffusion simultanée des informations à l'ensemble des investisseurs, situés sur le territoire de l'État d'origine ou dans d'autres pays[1615]. Quant au second aspect, de multiples auteurs recommandent que les informations soient diffusées en dehors des séances boursières, dans le but d'éviter une perturbation excessive des valeurs des instruments négociés sur les marchés. A titre d'exemple, Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET considèrent que « **L'horaire de diffusion ne doit pas porter atteinte au principe d'égal accès du public à l'information. Afin d'assurer un accès égal du public à l'information, il est souhaitable que la diffusion du communiqué intervienne hors des heures d'ouverture de la bourse, dès lors que la confidentialité peut être préservée** »[1616]. Certains économistes confirment le fait que la publication d'informations pertinentes à la prise de décision des investisseurs génère

---

[1613] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 131.

[1614] Cf. §§ 42-43 pp. 129-133 des présents travaux.

[1615] L'article 65-*bis*, al. 1er, *a*), 1 du règlement « Émetteurs » » qui évoque « *une diffusion simultanée autant que possible, en Italie et dans les autres États membres de l'Union européenne, à un public le plus large possible* » (texte original : « *per quanto possibile simultanea, in Italia e negli altri Stati membri dell'Unione Europea, ad un pubblico il più ampio possibile* »). De son côté, l'article 223-8 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *Tout émetteur doit assurer en France de manière simultanée une information identique à celle qu'il donne à l'étranger dans le respect des dispositions de l'article 223-1* ».

[1616] V. en ce sens Jean-Christophe VIDAL et Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, pp. 115-116.

des oscillations sensibles des cours de bourse[1617] . Les autorités de marché encouragent elles aussi les émetteurs à porter à la connaissance du public de telles données en-dehors des séances boursières, tout comme elle préconise aux analystes de diffuser les changements de sens des stratégies d'investissement émises antérieurement, après la clôture des négociations[1618]. De tels conseils s'expliquent par le fait que les renseignements fournis au marché sont incorporés dans les cours de bourse dès leur diffusion comme le rappelle Wael LOUHICHI : « En effet, les annonces ont pour objectif d'apporter aux différents opérateurs l'information nécessaire pour la prise de décision. Ainsi, l'information publique peut contribuer à l'élimination des asymétries d'information qui peuvent exister sur le marché et à l'intégration du maximum d'information dans les cours »[1619]. C'est pourquoi, il est compréhensible que les publications d'informations aient lieu en-dehors des heures des séances boursières, afin que tous les investisseurs soient en mesure de les consulter et de réagir en fonction des conclusions qu'ils en ont tirées. Ainsi, si les législateurs ont prescrit le délai de publication de certains renseignements, ils laissent aux sociétés cotées le choix de l'instant de la diffusion.

[1617] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 21.

[1618] Le paragraphe 5.1, p. 17 de la position-recommandation n° 2013-25 du 3 déc. 2013, dite « Guide relatif à l'analyse financière », dispose que « *L'AMF recommande aux établissements de ne publier en cours de séance un changement de recommandation que si l'émetteur concerné a publié une information importante ou si une information importante sur son secteur d'activité a été publiée pendant cette même séance* ».

[1619] Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, p. 10.

325. Conclusion du second chapitre : L'impératif de transparence financière se manifeste au regard des multiples obligations d'information à charge des émetteurs et de leurs dirigeants. Ceux-ci doivent porter à la connaissance du public des données à échéance annuelle, semestrielle et dans certains cas trimestrielle, permettant aux investisseurs de se représenter l'évolution de la valeur de l'entreprise. Il en est de même des autres renseignements descriptifs qui précèdent l'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé ou l'offre au public de titres, ou encore certaines opérations telles que les offres publiques d'acquisition ou d'échange. À côté de ces éléments, il en est d'autres qui possèdent un caractère purement informationnel en ce sens qu'ils poursuivent la seule finalité d'aviser le public de la survenance d'un événement. Ils correspondent principalement aux données publiées dans le cadre de l'information permanente et de l'information occasionnelle, qui regroupent en particulier l'information privilégiée et les communications relatives aux modifications structurelles du capital des émetteurs. Toutefois, toutes les sociétés ne sont pas concernées par l'ensemble des obligations : l'intensité des contraintes auxquelles celles-ci sont soumises dépend avant tout de la nature de la plateforme sur laquelle sont négociés les instruments financiers qu'elle émet. Pourtant, les systèmes de négociation, quelle que soit leur nature, ne sont pas dépourvues de lien entre eux. Le caractère embryonnaire de la réglementation des plateformes de négociation non organisées, tels que les marchés de gré à gré, ajoutée à l'opacité des transactions qui les caractérisent, favorisent les opérations qui déstabilisent l'évolution « normale » des échanges, cette déstabilisation étant susceptible de se répercuter sur les marchés financiers réglementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés.

La publication d'informations privilégiées, qui revêt un rôle primordial dans l'information des investisseurs doit être étendue à l'ensemble des marchés organisés, afin de renforcer la transparence de ces derniers ; des obligations d'informations périodique, à échéance semestrielle et annuelle devraient également être instituées dans le même but. La consolidation de la règlementation en matière de transparence financière sur ces marchés ne nous apparaît pas comme totalement incongrue du fait du lien étroit existant entre les produits négociés sur les marchés organisés et ceux échangés sur les plateformes règlementées : une telle extension des normes relative à l'information financière va d'ailleurs dans le sens de la recommandation de certains économistes qui souhaitent voir négocier l'ensemble des produits dérivés sur les

marchés règlementés[1620]. Elle serait également appropriée au regard de la récente extension de la répression des abus de marché aux systèmes organisés de négociation (systèmes OTC) et de la nouvelle définition de l'information privilégiée, objet des infractions d'opérations d'initié, portant sur les instruments dérivés sur matières premières[1621].

[1620] V. pour exemple en ce sens, Catherine LUBOCHINSKY, « Dérivés, titrisation et effet de levier : quel avenir ? », *in* Catherine LUBOCHINSKY (sous la direction de), *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, PUF, Coll. « Les Cahiers du Cercle des économistes », 2009, p. 54 : l'auteur estime que « [...] **les produits dérivés et la titrisation sont indispensables à la gestion des risques. Il ne faut en aucun cas vouloir les bannir mais il est impératif d'en limiter les excès : [les] produits dérivés devraient être tous traités sur des marchés organisés pour une meilleure transparence quant à leur prix et leur liquidité et pour une meilleure gestion du risque de contrepartie** ».

[1621] Cette définition est fournie par l'article 7, paragraphe 1, b) du règlement (UE) n° 596/ 2014 du 16 avril 2014 (règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 1-61), lequel dispose que « *pour les instruments dérivés sur matières premières, une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs instruments dérivés de ce type ou qui concerne directement le contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments dérivés ou des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés et lorsqu'il s'agit d'une information dont on attend raisonnablement qu'elle soit divulguée ou qui doit obligatoirement l'être conformément aux dispositions législatives ou réglementaires au niveau de l'Union ou au niveau national, aux règles de marché, au contrat, à la pratique ou aux usages propres aux marchés ou aux marchés au comptant d'instruments dérivés sur matières premières concernés* ». Cf. *infra*, le premier chapitre du premier titre de la seconde partie consacré aux abus d'informations privilégiées.

326. Conclusion du second titre : La protection des investisseurs et la diffusion d'une information financière de qualité sont assurées par les multiples règles qui imposent à charge des dirigeants des émetteurs, et des différents professionnels de la communication financière la publication de nombreuses données soit de façon périodique, soit dès lors que survient un événement susceptible d'altérer le cours des instruments financiers qu'ils concernent, et donc de modifier la perception qu'un investisseur peut se faire de la valeur de l'entreprise. Les autorités législatives européennes, françaises et italiennes cherchent à renforcer la confiance des investisseurs et la fiabilité de l'épargne investie dans les marchés financiers en faisant porter à la connaissance du public tous les éléments qui permettent d'évaluer une entreprise, que ces dernières concernent sa situation patrimoniale, son activité ou son secteur d'activité, son organisation interne ou encore la structure de son capital. Pour ce faire, elles s'assurent que l'information diffusée soit complète, exacte, précise et sincère quand il s'agit de données historiques ou, au moins fiable et tangible lorsqu'elle prend la forme de données prospectives.

Cependant, les sociétés ne sont pas les seules à devoir informer correctement le public, c'est-à-dire diffuser des renseignements exhaustifs, exacts, fiables et sincères. Il en est de même pour tous les professionnels qui publient des avis ou des recommandations relatifs aux émetteurs, tels que les journalistes, les analystes financiers ou les agences de notation. Au-delà de la fiabilité des études et de la pertinence des hypothèses présentées, c'est également l'objectivité et la neutralité qui sont recherchées. C'est pourquoi les règles relatives à la révélation des conflits d'intérêts éventuels ou les mentions permettant d'identifier les personnes qui produisent les analyses se sont développées en parallèle du renforcement des obligations en matière d'information financière.

Toutes ces normes ont été instituées au regard notamment des directives et règlements mis en œuvre par la Communauté européenne puis par l'Union européenne. Elles dénotent une volonté unitaire des États membres d'accroître la stabilité des marchés financiers de la zone et le large consensus sur la nécessité de renforcer la transparence du fonctionnement de ces marchés.

327. Conclusion de la première partie : L'étude menée tout au long de la première partie a permis de démontrer en premier lieu une intensification massive de la règlementation destinée renforcer la transparence financière. La construction progressive de ce cadre normatif n'a cessé de se déployer pour dépasser le domaine des marchés règlementés et atteindre les systèmes multilatéraux et organisés de négociation, et dans une moindre mesure, les marchés de gré à gré qui se voient peu à peu soumettre à certaines règles. Dès lors, la distinction entre les plateformes règlementées et les autres tend à s'atténuer du fait de la conscience des acteurs financiers de la nécessité d'une régulation minimale finalisée à garantir la stabilité des marchés boursiers. De ce fait, des normes sont venues encadrer petit à petit les instruments négociés sur les systèmes multilatéraux de négociation et les produits dérivés négociés sur les marchés organisés et de gré à gré. Un seuil minimal de règlementation devenait nécessaire au vu de l'essor croissant de ce type d'actifs, à l'image de ce que préconisent certains économistes qui expliquent que « Les projets de la nouvelle régulation financière doivent intégrer les avantages/inconvénients respectifs des innovations financières, en particulier celle des produits dérivés, et des différentes modalités de financement de l'économie, en particulier par la titrisation »[1622]. Cependant, il a été expliqué en quoi ce cadre demeurait insuffisant, notamment à l'égard des produits dérivés négociés sur les compartiments de gré à gré, ce qui induit à préconiser le renforcement des règles applicables à l'échange de ces actifs. Au-delà de l'extension de la règlementation aux nouveaux produits et plateformes d'échange, l'élargissement des normes relatives à la transparence financière et à la protection des investisseurs s'est également manifesté par le biais de l'accroissement du cercle des professionnels concernés. Outre, les émetteurs et leurs dirigeants, qui restent les principaux destinataires des obligations instituées en la matière, l'ensemble des prescripteurs comme les analystes, journalistes et agence de notation, a vu son activité toujours plus encadrée afin de garantir une information exacte et fiable destinée à renforcer la confiance des investisseurs dans le système financier.

Par ailleurs, et parallèlement à ce phénomène d'inflation normative, les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob ont été accrus. Elles contrôlent toute la

---

[1622] Catherine LUBOCHINSKY, « Dérivés, titrisation et effet de levier : quel avenir ? », *in* Catherine LUBOCHINSKY (sous la direction de), *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, PUF, Coll. « Les Cahiers du Cercle des économistes », 2009, p. 49.

chaîne de l'information financière de l'élaboration des règles de transparence à la sanction de leur non-respect, en passant par la mise en œuvre de contrôles et de mesures correctrices. La France et l'Italie ont doté leur autorité de surveillance des marchés de pouvoirs très similaires, mais les dispositions qui régissent leur mise en œuvre manquent parfois de précision et de cohérence. Par ailleurs, les normes relatives à la Consob sont caractérisées par leur éparpillement au sein du texte unique en matière d'intermédiation financière. Afin de renforcer la lisibilité du fonctionnement et de l'organisation des missions qui leur incombent et de délimiter clairement les facultés dont elles disposent, une nouvelle organisation des dispositions paraît souhaitable. La même rationalisation est également préconisée pour les infractions d'entrave aux fonctions des autorités de surveillance des marchés, en particulier pour les délits italiens. Ces infractions contribuent assurément à faciliter l'exercice de leurs missions par l'Autorité des marchés financiers et la Consob, même s'il est possible de douter la conformité de certaines de leurs modalités aux droits de la défense.

Enfin, les sources normatives ont évolué : les textes de nature législative ont été complétés progressivement des textes règlementaires, élaborés notamment par les autorités de surveillance des marchés et par les *corpus* de règles professionnelles rédigées par les acteurs des marchés eux-mêmes. De même, l'initiative de la règlementation s'est déplacée des autorités nationales vers les institutions supranationales. Les États membres, depuis les années 1970, ont intégré de façon graduelle les normes communautaires puis européennes, pour élaborer un cadre normatif homogène destiné à favoriser l'intégration des marchés financiers européens. La confrontation des systèmes français et italien de prévention des abus de marché par la diffusion d'une information financière intégrale, exacte et précise, a mis en lumière le fort degré d'harmonisation en la matière.

Si cette convergence se retrouve au niveau de la définition des infractions boursières que les règles de la transparence financière tendent à empêcher, elle ne sera pas aussi aboutie relativement aux modalités de mise en œuvre de la répression. Une telle différence ne doit cependant pas surprendre étant donné que le droit de punir reste très lié aux pouvoirs régaliens des États. Il convient dès lors de se pencher sur les divergences persistantes en droit français et italien en matière de sanction des abus de marché et d'évaluer si celles-ci constituent un obstacle à une protection efficace de l'intégrité des marchés et des investisseurs.

ANNEXE 1
LISTE DES NORMES PRINCIPALES APPLICABLES A L'INFORMATION FINANCIERE

Normes communautaires

- *Directives*

Directive 79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979 portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 66 du 16 mars 1979, pp. 21-32 ;

Directive 80/390/CEE du Conseil du 17 mars 1980 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cotation officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 100 du 17 avr. 1980, pp. 1-26 ;

Directive n° 82/121/CEE du Conseil du 15 fév. 1982 relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 48 du 20 fév. 1982, pp. 26-29 ;

Directive 87/245/CEE du Conseil du 22 juin 1987 modifiant la directive 80/390 CEE portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cotation officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 185 du 4 juil. 1987, pp. 81-83 ;

Directive 88/627/CEE du Conseil du 12 déc. 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse, *J.O.C.E.* L 348 du 17 déc. 1988, pp. 62-65 ;

Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avr. 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle, et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières, *J.O.C.E.* L 124 du 5 mai 1989, pp. 8-15 ;

Directive 90/211/CEE du Conseil du 23 avril 1990 modifiant la directive 80/390/CEE en ce qui concerne la reconnaissance mutuelle des prospectus d'offre publique au titre de prospectus d'admission à la cote d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 112 du 03/ mai 1990, pp. 24-25 ;

Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, *J.O.C.E.* L 141 du 11 juin 1993, pp. 27-46 ;

Directive 94/18/CE du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 1994 modifiant la directive 80/390/CEE portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cotation officielle d'une bourse de valeurs, *J.O.C.E.* L 135 du 31 mai 1994, pp. 1-4 ;

Directive 2001/34/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, *J.O.C.E.* n° L 184 du 6 juil. 2001 pp. 1-66 ;

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), *J.O.U.E.* L 96 du 12 avr. 2003, pp. 16–25 ;

Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 (dite « *Prospectus* ») concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 345 du 31 déc. 2003, pp. 64-89 ;

Directive 2003/125 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 73 -77 ;

Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avr. 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, *J.O.U.E.* L 142 du 30 avr. 2004, pp. 12-23 ; Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avr. 2004 (dite « *Mifid* ») concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 145 du 30 avr. 2004, pp. 1-44 ;

Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avr. 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur les produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes […], *J.O.U.E.* L 162 du 30 avr. 2004, pp. 70-75 ;

Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 (dite « *Transparence* ») sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché règlementé et modifiant la directive 2001/34/CE, *J.O.U.E.* L 390 du 31 déc. 2004, pp. 38-57 ;

Directive 2005/56/CE du Parlement européen et du Conseil du 26 oct. 2005 sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux, *J.O.U.E.* L 310 du 25 nov. 2005, pp. 1-9 ;

Directive 2006/43 CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil, *J.O.U.E.* L 157 du 9 juin 2006, pp. 87-107 ;

Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres

établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance, *J.O.U.E.* L 224 du 16 août 2006, pp. 1-7 ;

Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché règlementé, *J.O.U.E.* L 69 du 9 mars 2007, pp. 27-36 ;

Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007, concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées, *J.O.U.E.* L 184 du 14 juil. 2007, pp. 17-24 ;

Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché règlementé, *J.O.U.E.* L 327 du 11 déc. 2010, pp. 1-12 ;

Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 oct. 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché règlementé, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, *J.O.U.E.* L 294 du 6 nov. 2013, pp. 13-27 ;

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.* L 173 du 12 juin 2014, pp. 349-496.

- *Règlements*

Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juil. 2002 sur l'application des normes comptables internationales, *J.O.C.E.* L 243 du 11 sept. 2002, pp. 1-4 ;

Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avr. 2004, mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 149 du 30 avr. 2004, pp. 1-137 ;

Règlement (CE) n° 2238/2004 de la Commission du 29 décembre 2004 modifiant le règlement (CE) n° 1725/2003 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen

et du Conseil, pour ce qui concerne l'IFRS 1, les IAS 1 à 10, 12 à 17, 19 à 24, 27 à 38, 40 et 41, et les SIC 1 à 7, 11 à 14, 18 à 27 et 30 à 33, *J.O.C.E.* L 394, 31.12.2004, p. 1–175 ;

Règlement (CE) n° 1787/2006 de la Commission du 4 décembre 2006 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *J.O.U.E.* L 337 du 5 déc. 2006, pp. 17-20 ;

Règlement (CE) n° 211/2007 de la Commission du 27 février 2007 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, en ce qui concerne les informations financières à inclure dans le prospectus lorsque l'émetteur a un historique financier complexe ou a pris un engagement financier important, *J.O.U.E.* L 61 du 28 fév. 2007, pp. 24-27 ;

Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 sept. 2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.* L. 302 du 17 nov. 2009, pp. 1-31. ;

Règlement délégué (UE) n° 486/2012 de la Commission du 30 mars 2012 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne le format et le contenu du prospectus, du prospectus de base, du résumé et des conditions définitives, et en ce qui concerne les obligations d'information, *J.O.U.E.* L 150 du 9 juin 2012, pp. 1-65 ;

Règlement délégué (UE) n° 759/2013 de la Commission du 30 avril 2013 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne les obligations d'information pour les titres d'emprunt convertibles ou échangeables, *J.O.U.E.* L 213 du 8 août 2013, pp. 1-9 ;

Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.* L 146 du 31 mai 2013, pp. 1-33 ;

Règlement délégué (UE) n° 382/2014 de la Commission du 7 mars 2014 complétant la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de règlementation concernant la publication de suppléments au prospectus, *J.O.U.E.* L 111 du 15 avr. 2014, pp. 36-39 ;

Règlement délégué (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, J.O.U.E. L 173 du 12 juin 2014, pp. 84-148 ;

Règlement délégué (UE) 2015/3 de la Commission du 30 sept. 2014 complétant le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de règlementation concernant les exigences de publication relatives aux instruments financiers structurés, *J.O.U.E.* L 2 du 6 janv. 2015, pp. 57-119 ;

Règlement délégué (UE) 2015/761 de la Commission du 17 décembre 2014 complétant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne des normes techniques de règlementation relatives aux participations importantes, J.O.U.E. L 120 du 13 mai 2015, pp. 2-5 ;

- *Recommandations*

Recommandation du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières de fév. 2005 en vue d'une application cohérente du règlement de la Commission européenne sur les prospectus n° 809/2004, CESR/05-054*b*, p. 1449-1479 ;

Recommandation de la Commission du 11 oct. 2007 concernant le réseau électronique reliant les mécanismes officiellement désignés pour le stockage centralisé des informations règlementées, visé dans la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, *J.O.U.E.* L 267 du 12 oct. 2007, pp. 16-22 ;

Normes françaises

- *Lois*

Loi n° 92-60 du 18 janv. 1992 renforçant la protection des consommateurs, *J.O.R.F.* n° 170017 du 21 janv. 1992, p. 968 ;

Loi n° 2005-811 du 20 juil. 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 168 du 21 juil. 2005, p. 11835 ;

Loi n° 2005-842 du 26 juil. 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite « Loi Breton », *J.O.R.F.* n° 173 du 27 juil. 2005, p. 12160 ;

Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, *J.O.R.F.* n° 78 du 1er avr. 2006, p. 4882 ; le décret n° 2006-557 du 16 mai 2006 modifiant le chapitre 1er du titre 1er du livre IV de la partie règlementaire du code monétaire et financier, *J.O.R.F.* n° 115 du 18 mai 2006, p. 7318 ;

Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, *J.O.R.F.* n° 0181 du 5 août 2008, p. 12471 ;

Loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247 du 23 oct., p. 18984 ;

Loi n° 2014-1662 du 30 déc. 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière , *J.O.R.F.* n° 0302 du 31 déc. 2014, p. 23238 ;

- *Ordonnances*

Ordonnance n° 2005-544 du 12 avr. 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, *J.O.R.F.* n° 87 du 13 avr. 2007, p. 6749 ;

Ordonnance n° 2009-15 du 8 janv. 2009 relative aux instruments financiers, *J.O.R.F.* n° 0007 du 9 janv. 2009, p. 570 ;

Ordonnance n° 2009-80 du 22 janv. 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, *J.O.R.F.* n° 0019 du 23 janv. 2009, p. 1431 ;

Ordonnance n° 2009-105 du 30 janv. 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions, *J.O.R.F.* n° 0026 du 31 janv. 2009, p. 1835 ;

- *Décrets*

Décret n° 2007-904 du 15 mai 2007 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers et modifiant le code monétaire et financier (partie règlementaire), *J.O.R.F.* n° 113 du 16 mai 2007, p. 9127;

Décret n° 2008-258 du 13 mars 2008 relatif à la publication de l'information financière règlementée, J.O.R.F. n° 0064 du 15 mars 2008, p. 4728 ;

Décret n° 2009-11 du 5 janv. 2009 relatif aux fusions transfrontalières de sociétés, *J.O.R.F.* n° 0005 du 7 janv. 2009, p. 449 ;

- *Arrêtés*

Arrêté du 12 nov. 2004 portant homologation des livres II à VI du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 273 du 24 nov. 2004, p. 19749.

Arrêté du 10 mai 2006 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorités des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 114 du 17 mai 2006, p. 7220 ;

- *Normes rédigées par la Commission des opérations de bourse*

Règlement COB n° 90-02 relatif à l'information du public, homologué par arrêté du 5 juil. 1990, portant homologation de règlements de la Commission des opérations de bourse, *J.O.R.F.* n° 166 du 20 juil. 1990, p. 8600 ; *Bull. COB* juin 1990, n° 237, pp. 24-25 ;

Règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, homologué par arrêté du 5 juillet 1990, portant homologation du règlement n° 90-04 de la Commission des opérations de bourse, *J.O.R.F.* n° 166 du 20 juil. 1990 p. 8601 ; *Bull. COB* juin 1990, n° 237, pp. 27-29 ;

Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, homologué par arrêté du 17 juil. 1990, portant homologation du règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse, *J.O.R.F.* n° 166 du 20 juil. 1990, p. 8602 ; *Bull. COB* juin 1990, n° 237, pp. 34-35 ;

- *Normes rédigées par l'Autorité des marchés financiers*

Règlement général

- Instructions

AMF, Instruction n° 2005-06 du 9 mars 2005, dite « Modalités de déclaration des programmes de rachat des actions propres et des opérations de stabilisation » ;

AMF, Instruction n° 2005-11 du 13 décembre 2005, dernière modification du 24 juin 2001, relative à l'information à diffuser en cas d'appel public à l'épargne ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché règlementé ;

AMF, Instruction n° 2006-05 du 9 mars 2006, modifiée le 8 juil. 2013, dite « Opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'article L.621-18-2 du code monétaire et financier sur les titres de la société » ;

AMF, Instruction n° 2006-10 du 22 janv. 2007, dernière modification du 28 janv. 2001, dite « Publicité des honoraires des contrôleurs légaux des comptes et des membres de leurs réseaux » ;

AMF, Instruction n° 2007-03 du 31 mai 2007, modifiée le 8 juil., dite « Modalités de dépôt de l'information règlementée par voie électronique » ;

AMF, Instruction n° 2007-05 du 2 oct. 2007, « Présentation des informations financières pro forma » ;

AMF, Instruction n° 2008-02 du 31 mars 2008, modifiée le 7 fév. 2013, « Déclarations de franchissement(s) de seuil(s) de participation » ;

AMF, Instruction n° 2009-08 du 1er oct. 2009, « Contrôle des opérations d'offre publique d'acquisition » ;

AMF, Instruction n° 2009-10 du 31 déc. 2009, dite « Prospectus établi pour l'offre au public de parts sociales des banques mutualistes ou coopératives » ;

AMF, Instruction n° 2010-02 du 31 août 2010, dite « Transparence et procédure d'acquisition ordonnée de titres de créance ne donnant pas accès au capital » ;

AMF, Instruction n° 2011-04 du 2 fév. 2011, dite « Modalités de communication des opérations de cession temporaire portant sur des actions » ;

- Recommandations

AMF, Recommandation n° 2007-08 du 20 janv. 2007, dite « Communication financière par voie de presse écrite et diffusion de l'information règlementée » ;

AMF, Recommandation 2007-12 du 18 mai 2007, dite « Production d'analyses indépendantes lors des opérations financières de taille significative et destinées au public d'épargnants individuels » ;

AMF, Recommandation n° 2009-11 du 8 juin 2009, dite « Préparation des opérations financières soumises au visa de l'AMF » ;

AMF, Recommandation n° 2010-17 du 5 fév. 2010, dite « Communication financière des sociétés cotées à l'occasion de la publication de leurs résultats » ;

AMF, Recommandation n° 2010-16 du 22 juil. 2010, dite « Cadre de référence des dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne » ;

AMF, Recommandation n° 2010-07 du 3 nov. 2010, Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées, §2.2.2 à 2.2.4, pp. 8-10 ;

AMF, Recommandation n° 2011-18 du 20 déc. 2011, « Eléments de communication financière dans le cadre de la présentation au marché des résultats » ;

AMF, Recommandation, n° 2012-02 du 9 fév. 2002, dernière modification du 11 déc. 2014, dite « Gouvernement d'entreprise et rémunération des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP-MEDEF - Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF » ;

AMF, Recommandation n° 2012-05 du 2 juil. 2012, modifiée le 11 fév. 2015, « Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées » ;

AMF, Recommandation n° 2013-01 du 2 janv. 2013, dite « Incidence du changement de date de clôture en matière d'information financière pro forma » ;

AMF, Recommandation n° 2013-08 du 17 mai 2013, dite « Information financière pro forma » ;

AMF, Recommandation n° 2013-25 du 3 déc. 2013, dite « Guide relatif à l'analyse financière » ;

AMF, Recommandation n° 2014-15 du 9 déc. 2014, dite « Communication des sociétés cotées sur leur site internet et sur les médias sociaux » ;

AMF, Recommandation n° 2015-01 du 12 janv. 2015, dite « Rapport des présidents sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques – adapté aux émetteurs valeurs moyennes » ;

AMF, Recommandation n° 2015-03 du 3 fév. 2015, dite « L'information financière trimestrielle ou intermédiaire » ;

- Positions

AMF, Position-recommandation n° 2003-01 du 1er oct. 2003, modifiée le 1er août 2012, dite « Transmission d'informations privilégiées préalablement à des opérations de cession de participations significatives dans des sociétés cotées sur un marché règlementé (« procédures dites de data room ») » ;

AMF, Position n° 2006-14 du 28 sept. 2006, dernière modification du 8 juil. 2013, dite « Questions – réponses sur les obligations de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, leurs proches et les personnes assimilées » ;

AMF, Position n° 2007-18 du 4 déc. 2007, « Obligation de publication de comptes en cas de radiation des titres à la suite de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » ;

AMF, Position n° 2008-21 du 7 avr. 2008, « Étude portant sur l'information financière publiée au titre du 3ème trimestre 2007 » ;

AMF, Position-recommandation n° 2009-27 du 20 mai 2009, dite « Etude portant sur l'information financière publiée au titre du 1er semestre 2008 » ;

AMF, Position n° 2009-14 du 28 juil. 2009, modifiée le 1er août 2012, « Information financière diffusée par les sociétés en difficulté » ;

AMF, Position-recommandation n° 2009-16 du 10 déc. 2009, dernière modification du 13 avr. 2015, dite « Guide d'élaboration des documents de référence » ;

AMF, Position–recommandation n° 2010-20 du 22 janv. 2010, dite « Offre au public de titres financiers à vocation principale de déductibilité fiscale » ;

AMF, Position-recommandation n° 2010-18 du 8 fév. 2010, modifiée le 1er août 2012, dite « Présentation des éléments d'évaluation et des risques du patrimoine immobilier des sociétés cotées» ;

AMF, Position n° 2010-03 du 16 sept. 2010, modifiée le 5 mai 2011, dite « Questions – Réponses de l'AMF sur le transfert vers Alternext d'une société cotée sur Euronext » ;

AMF, Position n° 2010-04 du 15 oct. 2010, dite « Questions - réponses de l'AMF sur l'élaboration des prospectus obligataires et les modalités pratiques d'obtention d'un visa » ;

AMF, Position-recommandation n° 2010-11 du 17 nov. 2010, dite « Communication des sociétés sur leurs indicateurs financiers » ;

AMF, Position-recommandation n° 2011-11 du 21 juil. 2011, dite « Opérations d'apports ou de fusion » ;

AMF, Position n° 2013-03 du 4 fév. 2013, dite « Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF » ;

AMF, Position-recommandation n° 2014-14 du 2 déc. 2014, modifiée le 13 avr. 2015, « Guide d'élaboration des documents de référence adapté aux valeurs moyennes » ;

AMF, Position-recommandation n° 2015-02 du 21 janv. 2015, « Les introductions en bourse » ;

AMF, Position-recommandation n° 2015-05 du 15 juin 2015, dite « Les cessions et les acquisitions d'actifs significatifs » ;

- Guides

AMF, « Guide de l'élaboration des documents de référence », 27 janv. 2006, AMF, *Rapport annuel 2005* ;

AMF, « Guide relatif au dépôt de l'information règlementée auprès de l'AMF », mis à jour le 15 avr. 2013 ;

- Communiqués

AMF, communiqué du 10 juil. 2006, « Mise en œuvre du règlement européen n° 809/2004 du 29 avr. 2004 concernant les informations contenues dans un prospectus. Précisions relatives à la notion de prévisions » ;

AMF, communiqué du 23 oct. 2007, « Mise en œuvre du règlement européen n° 809/2004 concernant les informations contenues dans le prospectus. Questions-

réponses illustrant la position AMF du 10 juillet 2006 'Précisions relatives à la notion de prévisions' » ;

Normes italiennes

- *Lois*

Legge del 7 giugno 1974, n. 216/1974, « istitutiva della Consob », *G.U.* n. 149 del 8 giugno 1974 ;

Legge del 17 maggio 1991, n. 157/1991, « Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le Società e per la Borsa », *G.U.* n. 116 del 20 maggio 1991 ;

Legge del 18 febb. 1992, n. 149 « Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli », *G.U.* n. 43 del 21 febb. 1992 ;

Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005, « Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 », *G.U.* n. 96 del 27 apr. 2005, *suppl. ordinario* n. 76 ;

Legge del 28 dic. 2005, n. 262/2005, « Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari », *G.U.* n. 301 del 28 dic. 2005, *suppl. ordinario* n. 208 ;

Legge del 11 agosto 2014, n. 116 di conversione del d.-l. del 24 giugno 2014, n. 91, disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea, *G.U.* n. 72 del 20 ago. 2014, *suppl. ordinario* n. 72 ;

- *Décrets législatifs*

D. lgs. del 9 apr. 1991, n. 127, « attuazione delle Direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 marzo 1990, n. 69 », *G.U.* n. 90 del 17 apr. 1991, *suppl. ordinario* n. 27 ;

D.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58/98, « Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52 », *G.U.* n. 71 del 26 marzo 1998 ;

D.lgs. del 11 apr. 2002, n. 61 « Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell'articolo 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366 », *G.U.* n. 88 del 15 apr. 2004 ;

D.lgs. del 6 febb. 2004, n. 37 « Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi numeri 5 e 6 del 17 gennaio 2003, recanti la riforma del diritto societario, nonché al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo n. 385 del 1° settembre

1993, e al testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 », *G.U.* n. 37 del 14 febb. 2004 ;

D.lgs. del 29 dic. 2006, n. 303, « Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.) », *G.U.* n. 7 del 10 genn. 2007, *suppl. ordinario* n. 5 ;

D.lgs. del 6 nov. 2007, n. 195 « Attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, e che modifica la direttiva 2001/34/CE », *G.U.* n. 261 del 9 nov. 2007, *suppl. ordinario* n. 228 ;

D.lgs. del 19 nov. 2007, n. 229 « Attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto », *G.U.* n. 289 del 13 dic. 2007 ;

D.lgs. del 3 nov. 2008, n. 173 « Attuazione della direttiva 2006/46/CE che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE, relative, rispettivamente, ai conti: annuali di taluni tipi di societa', consolidati, annuali e consolidati delle banche, degli altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione », *G.U.* n. 260 del 6 nov. 2008 ;

D.lgs. del 17 luglio 2009, n. 101 « Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 24 febbraio 1998, n. 58, e 17 settembre 2007, n. 164, in materia di intermediazione finanziaria e di mercati degli strumenti finanziari », *G.U.* n. 178 del 3 ago. 2009 ;

D.lgs. del 25 sett. 2009, n. 146 « Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 19 novembre 2007, n. 229, recante attuazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto », *G.U.* n. 246 del 22 ott. 2009 ;

D.lgs. del 27 genn. 2010, n. 39 « Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE », *G.U.* n. 68 del 23 marzo 2010, *suppl. ordinario* n. 58 ;

D.lgs. del 30 dic. 2010, n. 259 « Recepimento delle Raccomandazioni della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE in materia di remunerazione degli amministratori delle societa' quotate », *G.U.* n. 30 del 7 febb. 2011 ; d.lgs. del 11 ott. 2012, n. 184 « Attuazione della direttiva 2010/73/UE, recante modifica delle direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato », *G.U.* n. 253 del 29 ott. 2012 ;

- *Décrets-lois*

D.-L. del 24 giugno 2014, n. 91, disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe

elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea, *G.U.* n. 144 del 24 giu. 2014 ;

- *Décrets pris par le Président de la République*

D.P.R. del 31 marzo 1975, n. 136 « Attuazione della delega di cui all'art. 2, lettera a), della legge 7 giugno 1974, n. 216, concernente il controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle societa' per azioni quotate in borsa », *G.U.* n. 119 del 7 maggio 1975 ;

D.P.R. del 31 marzo 1975, n. 138 « Attuazione della delega di cui all'art. 2, lettere c) e d), della legge 7 giugno 1974, n. 216, concernente disposizioni dirette a coordinare, con le attribuzioni della Commissione nazionale per le societa' e la borsa, le norme, concernenti l'organizzazione e il funzionamento delle borse valori e l'ammissione dei titoli a quotazione, nonche' le forme di controllo ed ispezione previste dalla legislazione vigente nel settore dell'attivita' creditizia e delle partecipazioni statali », *G.U.* n. 119 del 7 maggio 1975 ;

- *Normes rédigées par la Consob*

- Règlements

Regolamento n. 11971 della Consob del 14 maggio 1999, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernent la disciplina degli emittenti » ;

Regolamento n. 16190 della Consob del 29 ott. 2007, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari » ;

Regolamento n. 16191 della Consob del 29 ott. 2007, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati » ;

Regolamento n. 17130 della Consob del 12 genn. 2010, « Regolamento di attuazione degli articoli 18-*bis* e 18-*ter* del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari » ;

Regolamento n. 17221 della Consob del 12 marzo 2010, « Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate » ;

- Délibérations

Delibera Consob n. 18079 del 20 genn. 2012, « Modifiche al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e al regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati, adottato con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche » ;

- Recommandations

Raccomandazione n. DEM/2080535 della Consob del 9 dic. 2002, « Raccomandazioni in materia di informazioni contabili periodiche e su fatti rilevanti delle società calcistiche quotate » ;

Raccomandazione n. DEM/10081191 della Consob dell'1 ott. 2010, « Raccomandazioni in materia di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società calcistiche quotate » ;

Raccomandazione in materia di piani di successione nonché in merito all'informativa sui compensi prevista dall'art. 78 del regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni » ;

Raccomandazione DIE/0061493 della Consob del 18 luglio 2013, « Raccomandazione in materia di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili » ;

- Communications

Comunicazione n. DIS/98070609 della Consob dell'1 sett. 1998, « Quesito relativo all'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo di ammissione alla quotazione da parte degli enti sovranazionali » ;

Comunicazione n. DAL/99018236 della Consob del 16 marzo 1999, « Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante - Art. 116 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e artt. 58, 59, 60, 61 e 62 del regolamento Consob n. 11520 del 1° luglio 1998 » ;

Comunicazione n. DI/99023327 della Consob del 26 marzo 1999, « Obblighi di comunicazione nei confronti della Consob relativi al bilancio e agli altri fatti societari rilevanti - Comunicazione preventiva alla Consob da parte delle banche abilitate alla prestazione di servizi di investimento dei fatti societari rilevanti » ;

Comunicazione n. DM/99030771 del 22 apr. 1999, « Quesito in merito agli obblighi di informazione previsti dal regolamento n. 11520/98 » ;

Comunicazione n. DAL/20186 della Consob del 14 marzo 2000, « Interpretazione dell'art. 82, comma 2, del regolamento n. 11971, concernente la relazione trimestrale - Attivazione di collegamenti telematici tra le camere di commercio e le pubbliche amministrazioni » ;

Comunicazione n. DAC/28034 della Consob del 12 apr. 2000, « Comunicazione in merito alla relazione semestrale delle società con azioni negoziate nei mercati regolamentati » ;

Comunicazione n. DEM/1021774 della Consob del 23 marzo 2001, « Chiarimenti in merito all'art. 82 del Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 *(relazione trimestrale)* » ;

Comunicazione n. DEM/1029822 della Consob del 20 apr. 2001, « Comunicazioni periodiche disciplinate dall'art. 96 del Regolamento approvato con deliberazione 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche (Regolamento Emittenti) » ;

Comunicazione n. DME/1073070 della Consob del 28 sett. 2001, « Istanza di esonero ai sensi dell'art. 112, comma 1 del Regolamento 11971/1999 di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 » ;

Comunicazione n. DCL/DME/2023774 della Consob dell'11 apr. 2002, « Istanza di esonero ai sensi dell'art. 112, comma 1, del Regolamento in materia di Emittenti adottato dalla Consob con Delibera 11971/1999 » ;

Comunicazione n. DEM/2069612 della Consob del 24 ott. 2002, « Quesiti in merito all'operazione di fusione per incorporazione della [....società di diritto italiano....] nella [....società di diritto estero....] e contestuale ammissione a quotazione della società incorporante » ;

Comunicazione n. DEM/3022996 della Consob del 10 apr. 2003, « Quesito concernente la disciplina delle operazioni con parti correlate di cui all'art. 71 bisdel Regolamento Emittenti e alla Comunicazione Consob n. 2064231 del 30 settembre 2002 » ;

Comunicazione n. DME/3069591 della Consob del 27 ott. 2003, « Quesito in merito alle modalità di diffusione di studi e statistiche » ;

Comunicazione n. DME/5015175 del 10 marzo 2005, « Richiesta di pubblicazione di informazioni, ai sensi dell'art. 114, comma 3, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, alle società con strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, in merito allo stato di attuazione dei sistemi e delle procedure contabili per l'applicazione dei principi contabili IAS/IFRS, in occasione dell'approvazione, da parte del consiglio di amministrazione delle predette società, del bilancio o situazioni di pre-consuntivo relativi all'esercizio 2004 » ;

Comunicazione n. DME/6027054 della Consob del 28 marzo 2006, « Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti » ;

Comunicazione n. DME/6064291 della Consob del 28 luglio 2006, « Chiarimenti in relazione ai comunicati stampa emessi in occasione dell'approvazione delle rendicontazioni contabili periodiche » ;

Comunicazione n. DEM/6064293 della Consob del 28 luglio 2006, « Informativa societaria degli emittenti quotati e degli emittenti aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'art. 116 del TUF – Richieste ai sensi dell'art. 114, comma 5, del D.Lgs. 58/98 » ;

Comunicazione n. DME/6083801 della Consob del 20 ott. 2006, « Richiesta di parere del (...), concernente gli obblighi di informativa relativi ad un'operazione di aumento di capitale riservato » ;

Comunicazione n. DME/6089828 della Consob del 9 nov. 2006, « Quesito relativo all'applicazione dell'art. 152-sexies del Regolamento 11971/99 e successive modifiche » ;

Comunicazione n. DEM/6089955 della Consob del 9 nov. 2006, « Obblighi di informativa mensile ai sensi dell'art. 114 del d.lgs. n. 58/98 **»** ;

Comunicazione n. DME/6095689 della Consob dell'1 dic. 2006, « Gestione di informazioni privilegiate da parte dell'azionista di controllo » ;

Comunicazione n. DME/6099329 della Consob del 18 dic. 2006, « Quesiti in merito alla contrattazione di azioni » ; Comunicazione n. DCL/7017072 del 27 febb. 2007, « Quesito in relazione alla delibera Consob n. 15760 del 9 febbraio 2007 » ;

Comunicazione n. DME/7029641 della Consob del 5 apr. 2007, « Richiesta ai sensi dell'art. 115, 1° comma lettera a) del D.lgs. n. 58/98 - Sistema di teleraccolta della documentazione periodica » ;

Comunicazione n. DME/8022669 della Consob del 13 marzo 2008, « Quesito in materia di emittenti strumenti finanziari diffusi » ;

Comunicazione n. DME/8041082 della Consob del 30 apr. 2008, « Informativa societaria trimestrale degli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro di origine » ;

Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 della Consob del 10 luglio 2008, « Operazioni di aumento di capitale riservate ad un unico investitore, realizzate secondo accordi denominati "*Stand-by Equity Distribution Agreement*" (SEDA) e *Step-Up Equity Financing* (SEF) ovvero altri accordi aventi caratteristiche analoghe – Richiesta ai sensi degli artt. 114, comma 5, e 115, comma 1, lett. c-*bis*), del D.Lgs. n. 58/98 » ;

Comunicazione n. DME/9053316 della Consob dell'8 giugno 2009, « Prestiti obbligazionari caratterizzati da attività di sostegno della liquidità e obbligo di riacquisto da parte dell'emittente in base a criteri predeterminati. Adempimenti relativi alla pubblicazione di informazioni rilevanti per gli investitori » ;

Comunicazione n. DME/9081707 della Consob del 16 sett. 2009, « Chiarimenti e richieste di comunicazioni ai sensi dell'art. 114, comma 5, del D.Lgs. n. 58/98, in relazione ai comunicati stampa diffusi in occasione dell'approvazione delle rendicontazioni contabili periodiche » ;

Comunicazione n. DME/DEM/DSG/9085166 della Consob dell'1 ott. 2009, « Quesito relativo all'art. 34-sexies, comma 3, del regolamento Consob n. 11971/1999 » ;

Comunicazione n. DEM/10094530 della Consob del 15 nov. 2010, « Richieste ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, in merito all'approvazione delle procedure previste dall'articolo 4 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010) » ;

Comunicazione n. 10101218 della Consob del 10 dic. 2010, « Obblighi informativi degli emittenti - Comunicazioni inviate ai sensi dell'articolo 98 del Regolamento n. 11971/99 e successive modificazioni e integrazioni - avvio dell'operatività del sistema di comunicazione tramite compilazione on-line di apposita interfaccia web disponibile sul sito internet della Consob » ;

Comunicazione n. DEM/11005745 della Consob del 27 genn. 2011, « Richiesta ai sensi degli artt. 115, comma 1, lettera a) e 116, comma 1 del D.lgs. n. 58/98 - Sistema di Teleraccolta della documentazione da trasmettere alla Consob » ;

Comunicazione n. DEM/11012984 della Consob del 24 febb. 2011, « Richieste di informazioni ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di indennità per scioglimento anticipato del rapporto - Raccomandazioni in materia di piani di successione nonché in merito all'informativa sui compensi prevista dall'art. 78 del regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni » ;

Comunicazione n. DEM/11017957 della Consob del 9 marzo 2011, « Quesito relativo alla qualificazione di "*emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante*" di cui all'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti ("RE") e all'applicabilità dell'esenzione dalla disciplina in materia di offerta al pubblico, prevista dall'art. 34-*ter*, comma 1, lett. h) del medesimo Regolamento » ;

Comunicazione n. DME/11021150 della Consob del 22 marzo 2011, « Nota del 9 dicembre 2010 relativa alla diffusione da parte della Motorizzazione Civile dei dati mensili sulle immatricolazioni di automobili » ;

Comunicazione n. DME/12027545 della Consob del 5 apr. 2012, « Chiarimenti in merito alle modalità di adempimento degli obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate, fino alla data di inizio dell'attività dei meccanismi di stoccaggio delle informazioni regolamentate » ;

Comunicazione n. 12029513 della Consob del 13 apr. 2012, « Emittenti aventi l'Italia come Stato membro di origine i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un altro Stato membro dell'Unione Europea - Art. 116 - bis, comma 1, del Regolamento Emittenti (adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999) - Attivazione della Teleraccolta » ;

Comunicazione n. DIE/12036415 della Consob del 4 maggio 2012, « Dati informativi finanziari contenuti nelle relazioni finanziarie annuali e semestrali degli emittenti quotati – Modalità di trasmissione alla Consob » ;

Conmunicazione n. DIE/13037777 della Consob del 3 maggio 2013, « Comunicazione recante linee guida per la redazione del documento da sottoporre a giudizio di equivalenza ai sensi degli artt. 34-ter e 57 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 » ;

Comunicazione n. DIE/DME/0013182 della Consob del 18 febb. 2014, « Quesito in merito alla qualificazione di "*emittente strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante*" ai sensi dell'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti Consob » ;

Comunicazione n. DME/0029658 della Consob del 10 apr. 2014, « Modalità di stoccaggio e deposito delle informazioni regolamentate ».

TABLES DES MATIÈRES DE LA PREMIÈRE PARTIE

Sommaire 21

Introduction 25

Section 1. Les justifications de la démarche comparatiste 32

Section 2. Aperçu de l'évolution du contrôle des marchés financiers et de la répression en matière boursière 38

Section 3. Les imperfections du cumul des procédures administrative et pénale de sanction des abus de marché 65

Section 4. L'apport de l'analyse des dispositifs français et italien de lutte contre les abus de marché 67

Partie 1 73

L'identité quasi parfaite des dispositions françaises et italiennes en matière de prévention des abus de marché par l'information financière 73

Titre 1 89

La nécessité de l'information financière 89

Chapitre 1 97

Les justifications de l'information financière 97

Section 1. La transparence des marchés financiers comme objectif juridique de l'information financière 102

Paragraphe 1. L'objectif prévalent de la transparence : l'équité des conditions d'investissement 107

A- L'équité souhaitée entre les investisseurs 109

B- L'équité imparfaite des investisseurs face à l'information 115

Paragraphe 2. L'objectif secondaire de la transparence : le renforcement de la protection de catégories particulières d'opérateurs 119

A- L'information spécifique communiquée aux actionnaires 120

B- Les renseignements particuliers fournis aux créanciers de l'émetteur 123

C- Les salariés et institutions représentatives du personnel, une catégorie récente de destinataires de l'information financière 124

D- Le caractère fondamental de l'information délivrée aux autorités administratives de surveillance des marchés 126

Section 2. L'efficacité des marchés financiers comme objectif économique de l'information financière 130
Paragraphe 1. La fonction économique de l'information financière 132
A- La théorie de l'efficience informationnelle 135
B- Les limites à la théorie de l'efficience informationnelle 140
Paragraphe 2. La fonction *marketing* de l'information financière 148
A- Les divers aspects *marketing* de l'information financière 150
B- Les tempéraments à la fonction *marketing* de l'information 156
Chapitre 2 159
Le rôle de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob 159
en matière d'information financière 159
Section 1. Les modalités du contrôle de l'information financière exercé par l'Autorité des marchés financiers et la Consob 160
Paragraphe 1. Le pouvoir règlementaire de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob 162
Paragraphe 2. Les pouvoirs de contrôle et d'enquête de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob 168
Paragraphe 3. Les pouvoirs d'injonction et de sanction 172
Paragraphe 4 : Réorganisation des dispositions en matière de pouvoirs des autorités de surveillance des marchés 173
Section 2. La protection pénale et administrative des activités de contrôle de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob 178
Paragraphe 1 : Les valeurs sociales protégées par les infractions d'obstacle aux fonctions de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob 182
Paragraphe 2. Le champ d'application des dispositions protégeant les activités de surveillance et de contrôle des autorités administratives de régulation des marchés 193
A- La multiplication des auteurs potentiels désignés par le législateur ... 193
1. Les sujets nommément désignés par l'article 2638 du Code civil italien 197
a- Les sujets de droit visés par l'article 2638 du Code civil italien 197
b- L'extension de responsabilité aux dirigeants de fait par l'article 2639 du Code civil italien 202

2. La catégorie résiduelle des auteurs des délits de l'article 2638 du Code civil italien 207
3. L'article 2638 du Code civil italien et la responsabilité des entités . 209
B- Les autorités publiques de surveillance protégées 212
Paragraphe 3. Les éléments constitutifs des infractions destinées à protéger les activités de surveillance et de contrôle des autorités administratives de régulation des marchés 216
A- L'élément matériel des infractions d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance 217
1. Les déclarations mensongères 218
2. La dissimulation de certains faits 224
3. Les conduites d'obstruction 232
B- L'élément moral des infractions d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance 243
Paragraphe 4. Les peines encourues en cas d'entrave aux missions des autorités publiques de surveillance italienne et de l'Autorité des marchés financiers française 252
Titre 2 261
Les caractéristiques analogues de l'information financière française et italienne 261
Chapitre 1 267
Des moyens comparables pour assurer la transparence 267
en France et en Italie 267
Section 1. La similarité des obligations en matière d'information financière pesant sur les émetteurs français et italiens et leurs dirigeants 269
Paragraphe 1. Les dissemblances des définitions française et italienne de l'information financière 271
Paragraphe 2. Une information exacte, précise et sincère 273
A- L'exactitude de l'information 275
1. Le principe de l'exactitude de l'information 276
2. La fiabilité des données prospectives 282
a- La définition des données prospectives 283
1° Les données financières estimées 285
2° Les prévisions de bénéfice 287

3° Les tendances 291
4° Les objectifs 294
5° Les perspectives d'avenir 296
b- La préférence de la fiabilité des données prospectives sur leur exactitude 297
B- La précision de l'information 306
C- La sincérité de l'information 312
Section 2. La règlementation inégale de l'activité de diffusion de l'information financière des autres intervenants 317
Paragraphe 1. Le régime des analystes financiers 318
A- Les règles assurant l'indépendance et l'objectivité des analystes 324
B- Les normes relatives à la présentation des analyses financières 329
C- Les dispositions ayant trait à la conservation des analyses proposées 332
Paragraphe 2. Le cadre légal de l'activité des journalistes 333
A- La dualité du régime applicable aux journalistes diffusant le l'information financière 336
B- L'évaluation de la qualité de l'information diffusée par les journalistes 342
Paragraphe 3. Les règles applicables aux sponsors 350
Paragraphe 4. La règlementation de l'activité des agences de notation 357
Chapitre 2 363
Les modalités de mise en œuvre convergentes 363
de l'information financière française et italienne 363
Section 1. La similarité des contenus de l'information financière française et italienne 366
Paragraphe 1. Les informations à caractère descriptif 366
A- L'information comptable périodique 367
1. Les informations fournies par les émetteurs à la fin de l'exercice 372
a- Le rapport financier annuel, un document commun aux Etats français et italien 373
b- Les autres données appartenant à l'information financière annuelle 394

2. Les renseignements publiés par les émetteurs à la fin du premier semestre 397
3. Les obligations périodiques complémentaires 401
B- Les documents à diffuser en cas d'offre au public de titres financiers ou de demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé 408
1. Les instruments financiers objet d'opérations donnant lieu à la publication d'un prospectus d'information 411
2. Les garanties relatives à la qualité des informations contenues dans le prospectus 418
a- Le prospectus contenu dans des documents distincts 419
b- Le prospectus rédigé dans un document unique 432
C- L'information diffusée en cas d'émission de titres de capital ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus 441
D- Les notes d'opérations préalables aux offres publiques d'acquisition et d'échange 442
Paragraphe 2. Les données purement informatives 445
A- Le caractère primordial de la diffusion d'informations privilégiées 445
1. Les conditions de diffusion de l'information privilégiée 446
a- Le principe d'une diffusion sans délai des informations privilégiées 447
b- Les exceptions à la diffusion sans délai des informations privilégiées 450
2. La distinction entre l'information privilégiée et les autres données sensibles 453
B- Les modifications de la structure du capital ou du patrimoine de l'émetteur 460
Section 2. L'identité des modalités de diffusion de l'information financière en France et en Italie 461
Paragraphe 1. Les supports de l'information financière 462
Paragraphe 2. Les temps de l'information financière 468
Tables des matières de la première partie 493