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 DES PRINCIPALES ABREVIATIONS

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. l'homme	Grande chambre de la Cour européenne des droits de
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.

PARTIE 2
LA CONVERGENCE IMPARFAITE DES RÉGIMES FRANÇAIS ET ITALIEN DE RÉPRESSION DES ABUS DE MARCHÉ

« Les aspects critiques des sociétés au capitalisme développé ne concernent plus le patrimoine entendu dans un sens statique, mais bien les conduites structurées et complexes relatives à l'acquisition, la gestion et la circulation de la richesse. Dans celles-ci, résident les agressions les plus insidieuses pour l'économie interne et internationale et pour la stabilité même des bases démocratiques de la vie sociale [...]. »[1]

[1] Texte original : « *Le dimensioni critiche della società a capitalismo avanzato non concernono più il patrimonio staticamente inteso, bensì le condotte articolate e complesse riguardanti l'acquisizione, la gestione e la circolazione della ricchezza. Lì si annidano le agressioni più insidiose per l'economia interna e internazionale e per la stessa stabilità degli assetti democratici del vivere sociale* [...]. », *in* Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 26.

328. L'information financière comme objet des abus de marché : Comme cela a été démontré tout au long de la première partie, l'objectif de l'information financière consiste à assurer un fonctionnement transparent et efficace des marchés financiers, afin de permettre aux divers opérateurs d'agir dans des conditions équitables et de les mettre en mesure d'apprécier l'opportunité d'effectuer ou non une transaction boursière. Il a également été expliqué que l'information financière visait à protéger avant tout l'intérêt de l'investissement, et non pas la somme des intérêts des investisseurs. Le fonctionnement efficace des marchés financiers, basé sur une formation des prix en fonction de la loi de l'offre et de la demande, et de l'incorporation des données diffusées dans le cours des instruments financiers, correspond également à la valeur juridique protégée par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et la manipulation de marché[2], deux des infractions boursières les plus graves. De même, l'accessibilité de l'ensemble des renseignements sur les émetteurs ou leurs instruments financiers par la communauté des investisseurs, et par conséquent l'efficience informationnelle entendue comme le fait que toute l'information disponible est intégrée dans le cours des instruments financiers, représentent la valeur juridique protégée par l'utilisation illicite d'informations privilégiées[3].

Plus généralement, c'est l'ordre public économique que le législateur cherche à préserver en incriminant les abus de marché. D'ailleurs, l'institution d'infractions boursières dans ce but ne constitue pas une spécificité européenne. De nombreuses législations dans d'autres parties du monde ont procédé de façon analogue[4]. Les

---

[2] Ce point sera développé de façon plus détaillée ultérieurement. Néanmoins, v. pour exemple, 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. 320-322 ; Enzo MUSCO, « Le frodi sul mercato dei valori mobiliari », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni*. Vol. 9.1 *Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 345-346 ; 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. 90.

[3] 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. 90 ; Enzo MUSCO, « Le frodi sul mercato dei valori mobiliari », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni*. Vol. 9.1 *Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 345-346.

[4] À titre d'exemples, il est possible de citer pour les États-Unis, l'« *Insider Trading Sanctions Act* » de 1984 et l'« *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* » de 1988 ou encore l'article 18-A de la loi syrienne n° 22 du 19 juin 2005 qui punit l'utilisation et la communciation d'informations privilégiées et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses (cf. Mohamad MOHYEDDIN, *Les procédures appliquées à la répression des infractions boursières. Une étude comparée en droit français et syrien*, 2011, spéc. pp. 34 s.).

dispositions prises en la matière visent à donner à toute personne la possibilité d'investir ou d'épargner par le biais des produits financiers en toute connaissance de cause, pour renforcer la stabilité du système économique et financier. Sur ce point, Alstofo DI AMATO estime que « Dans une perspective de protection [opérée] par l'intégralité du droit pénal des marchés financiers, protection directement centrée sur l'investisseur individuel ou sur la collectivité des investisseurs, il pourrait être ajouté une autre [perspective] nettement caractérisée par sa nature publique, destinée à mettre en avant l'épargne dans sa conception dynamique, comme composante du processus de développement économique et qui, ainsi, pourrait correspondre à l'intérêt d'une meilleure répartition de la richesse et à l'intérêt d'une structure économique plus robuste »[5]. De leur côté, certains auteurs européens affirment que « Pendant longtemps méconnu comme véritable branche du droit pénal des affaires, le droit pénal de la bourse, alors, non seulement existe, mais paraît devoir se développer et s'articuler toujours plus, répondant à une exigence, d'ailleurs reconnue, bien qu'avec quelques critiques, à l'égard d'autres domaines du droit pénal des affaires, de protection de l'économie contre la criminalité pouvant mettre en échec les fondements mêmes de l'économie libérale »[6]. De même, Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC et Alexis MIHMAN considèrent que le délit d'initié, c'est-à-dire l'utilisation ou la communication illicite d'une information privilégiée, tend à protéger de façon générale « l'ordre public boursier »[7]. La protection de l'ordre économique par les infractions constitutives d'abus de marché est également reconnue par la jurisprudence constitutionnelle italienne et française[8], ainsi que par la jurisprudence de

[5] Texte original : « *A questa prospettiva di tutela dell'intero diritto penale del mercato finanziario, che fa più direttamente perno sul singolo o sulla collettività dei risparmiatori, se ne potrebbe affiancare un'altra di carattere più marcatamente pubblicistico, rivolta a porre in risalto il risparmio nella sua accezione dinamica, come componente del processo di sviluppo economico e, quindi, identificatesi con l'interesse ad una migliore allocazione della ricchezza e con l'interesse ad una più robusta struttura economica* », *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. 90.

[6] 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. 363.

[7] Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 442.

[8] Cf. 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,

la Cour de justice de l'Union européenne qui a récemment affirmé que la lutte contre les abus de marché « a pour finalité d'**assurer l'intégrité des marchés financiers** de l'Union européenne et de **renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés**, confiance qui repose, notamment, sur le fait qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées »[9]. L'information financière constitue donc le moyen d'atteindre un fonctionnement transparent et efficace des marchés, lequel correspond également à la valeur sociale directement protégée par les normes réprimant les abus de marché, en vue d'une préservation globale de l'ordre économique.

329. La répression originelle des opérations d'initiés en droit communautaire : À l'image de ce qui pouvait être observé en matière d'information financière, les dispositions régissant la sanction des abus de marché sont également le fruit d'une lente harmonisation impulsée à l'origine par la Communauté européenne et continuée, par la suite, par les instances de l'Union européenne. Le premier texte adopté correspond à la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989[10], qui a interdit l'utilisation et la communication d'informations privilégiées, ainsi que la recommandation de réaliser une transaction boursière sur le fondement de telles données. Les autorités européennes étaient parties du constat selon lequel le fonctionnement efficace des marchés financiers résulte de la confiance que les investisseurs accordent à ces derniers[11] ; or, elles faisaient observer que « *cette confiance repose, entre autres, sur la garantie donnée aux investisseurs qu'ils sont placés sur un pied d'égalité et qu'ils seront protégés contre l'utilisation illicite de l'information privilégiée* »[12] et que « *les opérations d'initiés, en raison du fait qu'elles apportent des avantages à certains investisseurs par rapport aux autres, sont de nature à remettre en question cette confiance et peuvent de ce fait porter atteinte au bon fonctionnement des marchés financiers* »[13]. Ainsi, il n'était pas suffisant pour les

comm. 368, Frédéric SUDRE ; *ibid.*, comm. 369, Jacques-Henri ROBERT) et pour l'Italie, Corte cost., 20 maggio 1976, n. 123, *Foro it.* 1976, n° I, comm. 2081.

[9] Mis en gas par nous. C.J.U.E., 2nde ch., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*, spéc. § 21 ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359, obs. Frédéric STASIAK ; *Banque et droit* mars-avr. 2015, n° 160, p. 41, chron. Frida MEKOUI.

[10] 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.

[11] Considérant n° 4 de la directive n° 89/592/CEE du 13 nov. 1989.

[12] Considérant n° 5 de la même directive.

[13] Considérant n° 6 de la même directive.

autorités européennes d'assurer une diffusion de l'information susceptible d'éliminer les disparités existant naturellement sur les marchés financiers ; il fallait également protéger le public, et plus généralement l'investissement dans les instruments financiers, par l'institution d'incriminations sanctionnant l'utilisation ou la communication illicite des données sensibles. Cependant, le cadre initial posé par la Communauté européenne s'est vite révélé fragmentaire du fait de l'existence d'autres infractions boursières très graves, telles que la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations des cours restées impunies dans de nombreux pays.

330. L'influence croissante de l'harmonisation en matière de sanction des abus de marché : Cesare PEDRAZZI, Luigi FOFFANI et d'autres auteurs expliquaient que « [...] Dans les années 1990 encore, la doctrine pénaliste, en se plaignant de l'activité législative frénétique en la matière et des discordances, lacunes et contradictions consécutives, observait que l'expression 'droit pénal des marchés financiers' était seulement une formule de complaisance utilisée pour désigner un système normatif extrêmement hétérogène »[14]. La directive n° 2003/6/CE dite « abus de marché » du 28 janvier 2003[15], second texte adopté en la matière, était destinée à élargir la répression européenne des

[14] Texte original : « [...] *ancora alla meta degli ani '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.
Ils expliquaient également que « La situation européenne actuelle montre que le droit des sociétés a déjà atteint un haut degré d'harmonisation, qui n'est cependant pas accompagné de la même homogénéité sur le versant de la répression (administrative et pénale). Un rapprochement des législations européennes y compris sur ce terrain est donc plus que jamais souhaitable, et nous devons nous attendre à un intérêt croissant des instances communautaires pour ces aspects pénaux qui – s'ils devaient rester aussi divergents qu'ils ne le sont aujourd'hui entre les divers ordres juridiques nationaux – pourraient conduire à un facteur dangereux de distorsion de la concurrence, au lieu de constituer un outil de protection des intérêts en jeu » ; 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* », *op. cit.*, p. 218.

[15] 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.

infractions boursières en incluant les manipulations de marché et en imposant la mise en place de sanctions administratives. À cette époque, il avait été constaté que « *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* »[16]. C'est pourquoi cette directive a été mise en œuvre : elle a imposé une répression de nature administrative, sans préjudice des sanctions pénales qui pouvaient exister dans les États membres. Son objectif était de donner à ces derniers un cadre légal minimal comprenant la définition de certains termes caractéristiques des abus de marché (tels que les notions d'« instrument financier », d'« information privilégiée »…), la description des comportements concernés par la répression, ainsi que les causes d'exemption. La directive n'offrait aucun quantum de sanction, mais elle estimait que pour que l'intégrité des marchés communautaires soit assurée, les mesures instituées par les États membres devaient être « *effectives, proportionnées et dissuasives* »[17].

331. La mise en conformité des droits français et italien à la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003 : Globalement, la France et l'Italie ont respecté les exigences communautaires et ont adopté des définitions similaires pour les abus de marché et pour l'information privilégiée. Par ailleurs, la directive communautaire n'ayant donné aucune indication sur l'articulation des sanctions administratives dont la création venait d'être imposée et les sanctions pénales déjà existantes, les deux pays ont conservé le double système de répression réparti entre les juges pénaux qui connaissent des différents délits et les autorités administratives indépendantes, à savoir l'Autorité des marchés financiers et la Consob, compétentes pour les manquements correspondants. Ce système ancien, puisque consacré en 1989 en France et en 1985 en Italie, ne pouvait réellement satisfaire ni les justiciables, ni les juristes puisqu'il pouvait donner lieu à un cumul de poursuites administratives et pénales, susceptible d'engendrer le prononcé de sanctions de mêmes natures, toutes deux caractérisées par leur sévérité. Par ailleurs, les sanctions adoptées par les deux États se sont avérées

[16] Considérant n° 11 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janv. 2003.
[17] Art. 14 de la même directive.

identiques dans leur nature : il s'agit de l'amende et de la peine privative de liberté pour la matière pénale, et de la sanction administrative pécuniaire pour les manquements. C'est pourquoi, il est possible de parler de convergence partielle des législations.
Cependant, l'harmonisation entre les deux pays est loin d'être achevée puisqu'il existe encore de grandes disparités. En premier lieu, la répression italienne va au-delà des limites de la répression française, puisqu'elle ne se cantonne pas aux instruments financiers négociés sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, mais s'étend aux instruments financiers non cotés et échangés sur les marchés non réglementés. En deuxième lieu, même si les sanctions mises en place sont des sanctions pécuniaires et des peines privatives de liberté, il n'en reste pas moins que leurs *quanta* divergent amplement. En outre, dans les deux pays, la conformité au principe de nécessité des peines de ces sanctions pénales et sanctions administratives pécuniaires peut être mise en doute. Ainsi, l'harmonisation observable en matière de répression des abus de marché est loin d'approcher celle qui existe en matière de prévention des mêmes infractions réalisée par l'information financière.

332. Une convergence partielle des législations susceptible d'être expliquée par l'attachement des États au droit de punir : En cas d'atteinte à l'ordre public, la possibilité d'infliger une sanction à l'auteur du comportement illicite relève de la compétence exclusive de l'État, depuis l'Ancien régime où la mise en place de la justice retenue exercée par le roi, s'est substituée peu à peu au système de vengeance privée qui existait au Moyen Âge. Depuis la Révolution française et l'entrée en vigueur consécutive du Code pénal et du Code de procédure pénale, les seules institutions susceptibles de prononcer des sanctions pénales à l'encontre des auteurs d'infractions sont les juridictions, et notamment les juridictions répressives. La justice est exercée au nom de l'État, qui lui seul est en mesure de réprimer les comportements illégaux. Quand bien même les systèmes de répression para-pénaux se sont développés, comme c'est le cas en matière de concurrence, en matière fiscale ou encore dans le domaine du droit boursier, les sanctions distribuées restent l'apanage de l'État, dont émanent les autorités administratives qui les appliquent. Il convient cependant de tempérer cette ultime affirmation relative aux sanctions administratives, comme le souligne Massimiliano DOVA : « Depuis longtemps désormais, nous avons pris conscience de l'impact que les sources, mais également la jurisprudence communautaire, exercent sur les ordres

juridiques nationaux. Cet impact ne se limite plus à de simples domaines normatifs, mais concerne aussi des secteurs qui semblaient les plus réfractaires à un processus progressif d'harmonisation. Si le droit pénal demeure toujours un système fortement lié à la dimension nationale, malgré la présence d'une influence supranationale toujours plus pénétrante, le droit punitif administratif a représenté le terrain privilégié pour mettre en œuvre un processus d'harmonisation des sanctions, qui a posé une base minimale commune pour la protection des intérêts de rang communautaire »[18].

Néanmoins, relativement au droit pénal, les valeurs sociales protégées par les infractions réprimées reflètent les mœurs d'une société à un moment donné, et par conséquent, sont intimement liées aux coutumes de l'État sur le territoire duquel elles sont en vigueur. L'autorité législative a compétence pour définir les comportements qu'elle choisit d'incriminer, donc les biens ou valeurs qu'elle estime dignes d'une protection pénale. De ce fait, l'histoire, la tradition juridique et les mœurs d'un pays influent nécessairement sur sa politique criminelle. C'est pourquoi, bien que des valeurs communes se dégagent au sein d'une même région, voire au niveau mondial, les États veulent conserver le pouvoir dont il dispose en matière pénale. Ainsi, si au sein de la Communauté européenne puis de l'Union européenne, la volonté de créer des infractions identiques traduit un souhait unanime ou bien majoritaire des États membres de lutter contre certaines conduites illicites, la sévérité avec laquelle ils désirent les sanctionner peut encore s'avérer bien différente selon les pays.

333. Le cas spécifique de la matière économique et financière au sein de l'Union européenne : Il convient de rappeler ici que la mondialisation de l'économie a accru la concurrence qui pouvait exister entre les différentes places boursières, du fait de la

[18] Texte original : « *Da lungo tempo è, infatti, ormai maturata la consapevolezza circa l'inevitabile impatto che non solo le fonti, ma anche la giurisprudenza comunitaria esercitano sugli ordinamenti nazionali. Un impatto che non si limita più a singoli ambiti normativi, ma coinvolge anche i settori che sembravano più refrattari ad un processo di graduale armonizzazione sovranazionale. Se il diritto penale rimane ancora, pur in presenza di un sempre più penetrante influsso di matrice ultrastatuale, un sistema fortemente legato alla dimensione nazionale, il diritto punitivo amministrativo, specie in materia economica, ha costituito il terreno privilegiato, nel quale realizzare un processo di armonizzazione sanzionatoria, che ponesse un presidio minimo comune per la tutela degli interessi di rilievo comunitario* », *in* Massimiliano DOVA, « 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. 243.

circulation transnationale des titres financiers et de la multicotation qui peut caractériser les sociétés. Par ailleurs, au sein de l'Union européenne, la volonté d'une unité économique toujours plus forte par la création d'un marché unique européen a incité les États membres à harmoniser leurs législations en matière de droit des sociétés et de droit des marchés financiers ; c'est pourquoi, les normes régissant la transparence et l'information financière sont très proches en France et en Italie.

Cependant, comme cela a été évoqué précédemment[19], bien que la répression des abus de marché participe de la protection des investisseurs et de la préservation de l'intégrité des marchés, elle constitue l'un des domaines de la politique pénale et de ce fait, les différents pays ne sont pas tous enclins à renoncer à toute compétence propre, en abandonnant leur souveraineté au profit de la seule Union européenne, et à ne plus disposer d'aucune marge de manœuvre quant aux sanctions à infliger en cas de commission d'infractions boursières. Toutefois, cette situation évolue tant par le développement – déjà ancien maintenant – des systèmes de répression administrative que par l'attribution récente à l'Union européenne de compétences pénales directes.

334. Les transformations opérées par le Traité de Lisbonne en matière pénale au sein de l'Union européenne : L'ensemble des dispositions prises dans ce domaine par les États membres, sous l'empire du Traité de Maastricht[20], était adoptée sur le fondement du « troisième pilier » de la Communauté européenne consacré à la coopération policiaire et judiciaire en matière pénale[21]. L'article 29, alinéas 1 et 2 de ce texte disposait 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* […] ». Cet « embryon » de politique pénale se traduisait le plus souvent par la réalisation d'actions

[19] Cf. §§ 328, pp. 11-12 des présents travaux.

[20] 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.

[21] Titre VI du Traité sur l'Union européenne, art. 29 s.

communes, par l'élaboration de décisions-cadres et par l'adoption de directives et de règlements.

Néanmoins, l'Union européenne ne disposait pas de compétence propre en matière pénale. Cet état de fait ne pouvait conduire à une harmonisation maximale des incriminations et des sanctions existantes au sein de l'Union. L'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne[22] est venue pallier ces insuffisances : l'article 83 dudit traité dispose que « *Lorsque le rapprochement des dispositions législatives et réglementaires des États membres en matière pénale s'avère indispensable pour assurer la mise en œuvre efficace d'une politique de l'Union dans un domaine ayant fait l'objet de mesures d'harmonisation, des directives peuvent établir des règles minimales relatives à la définition des infractions pénales et des sanctions dans le domaine concerné. Ces directives sont adoptées selon une procédure législative ordinaire ou spéciale identique à celle utilisée pour l'adoption des mesures d'harmonisation en question, sans préjudice de l'article 76* ».

335. Les textes du 16 avril 2014 en matière d'abus de marché pris sur le fondement de l'article 83, 2. du Traité de Lisbonne : Au vu des brèches remarquées au sein des différents ordres juridiques nationaux relativement à la sanction des infractions boursières et étant donné l'objectif de développement du marché unique et du renforcement de la confiance des investisseurs dans les marchés financiers, l'Union européenne a adopté le 16 avril 2014 les premières normes sur le fondement de sa compétence pénale : il s'agit de la directive n° 2014/57/UE[23] et du règlement (UE) n° 596/2014[24] relatifs aux sanctions applicables aux abus de marché. Ces textes marquent un retour à la prévalence des sanctions pénales sur les sanctions administratives, puisque les améliorations apportées par la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 n'avaient pas permis d'effacer toutes les distorsions qui existaient avant

[22] Traité de Lisbonne modifiant le Traité sur l'Union européenne, et le Traité instituant la Communauté européenne, 13 décembre 2007, *J.O.U.E.* C 306 du 17 déc. 2007, pp. 1-271.

[23] 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.

[24] 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.

son entrée en vigueur et les mesures punitives de type administratif ont été jugées insuffisantes à combattre efficacement la commission d'abus de marché.

Sur ce point, les instances européennes ont observé que « *L'adoption de sanctions administratives par les États membres s'est révélée jusqu'ici insuffisante pour assurer le respect des règles relatives à la prévention et à la lutte contre les abus de marché* »[25], en particulier parce que « *les États membres n'avaient pas tous mis en place des sanctions administratives pécuniaires pour les opérations d'initiés et les manipulations de marché* »[26]. Par ailleurs, elles regrettent 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. Les approches différentes des Etats membres portent atteinte à l'uniformité des conditions de fonctionnement dans le marché intérieur et peuvent inciter certaines personnes à commettre des abus de marché dans les Etats membres qui ne prévoient pas de sanctions pénales pour ces infractions* »[27]. Les principaux objectifs de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 résidaient donc dans le renforcement de la répression en matière d'abus de marché par l'institution de sanctions pénales, mais aussi et surtout, dans la consolidation de l'harmonisation en la matière afin d'éviter que certains opérateurs malveillants procèdent à de telles infractions au sein de territoires où la législation est plus complaisante, et ceci, toujours dans le but de développer le marché unique européen et d'en assurer l'efficacité. L'aggravation de la répression des infractions boursières ne s'est pas seulement manifestée au travers de l'exigence de sanctions pénales en remplacement des sanctions administratives, du moins pour certaines infractions ; elle s'est aussi traduite par un élargissement du domaine d'application des normes d'incrimination.

336. L'extension du champ d'application de la répression des abus de marché : Lors du bilan effectué pour évaluer l'efficacité de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, l'Union européenne a constaté que son champ d'application « *se concentrait sur les instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché avait été présentée* », « *la négociation d'instruments financiers sur des systèmes*

[25] Considérant n° 5 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avr. 2014.

[26] Considérant n° 4 de la directive précitée.

[27] Considérant n° 7 de la même directive.

multilatéraux de négociation (MTF) a pris de plus en plus d'importance »[28]. C'est pourquoi, désormais, les opérations d'initié et les manipulations de marché peuvent être également réprimées lorsqu'elles sont réalisées sur ce type de plateforme de négociation. Ainsi, sont aujourd'hui concernés les « *plateformes d'enchères agréées en tant que marché réglementé de quotas d'émission ou d'autres produits mis aux enchères qui sont basés sur ces derniers* »[29], les « *contrats aux comptant sur matières premières qui ne sont pas des produits énergétiques de gros* »[30], les « *types d'instruments financiers, y compris les contrats dérivés ou les instruments financiers dérivés servant au transfert du risque de crédit, pour lesquels la transaction, l'ordre, l'offre ou le comportement a un effet sur le cours ou la valeur dépendent du cours ou de la valeur de ces instruments financiers* »[31], les « *comportement liés aux indices de référence* »[32], mais également « *toute transaction, ordre ou comportement concernant tout instrument financier* »[33] à peine mentionné.

337. Les victimes d'infractions boursières oubliées de la législation européenne : Qu'il s'agisse de la directive du 2003/6/CE du 28 janvier 2003 ou des deux textes du 16 avril 2014, les victimes d'abus de marché ne sont jamais mentionnées. Aucune disposition ne précise les conditions de recevabilité d'une éventuelle constitution de partie civile, et par conséquent, encore moins la nature des préjudices indemnisables et selon quelles modalités. Il n'est pas non plus indiqué si, le cas échéant, les associations de défense des actionnaires ou des investisseurs pourraient être admises à demander réparation en cas de commission d'opérations d'initié ou de manipulations de marché. Cette lacune persistante est regrettable, puisque l'action civile de ces victimes, si elle voyait ses conditions précisément définies, contribuerait largement à la lutte contre les abus de marché du fait de la crainte par les auteurs potentiels des dommages-intérêts faramineux qu'ils pourraient être condamnés à verser en cas de caractérisation de l'infraction et d'un préjudice en découlant.

---

[28] Considérant n° 8 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014.

[29] Art. 1er, 2) de la directive n° 2014/57/UE et art. 2, 1), al. 2 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014.

[30] Art. 1er, 4), *a*) de la même directive et art. 1er, 2), *a*) du même règlement.

[31] Art. 1er, 4), *b*) de la directive et art. 1er, 2), *b*) du règlement.

[32] Art. 1er, 4), *c*) de la directive et art. 1er, 2), *c*) du règlement.

[33] Art. 1er, 5) de la directive et art. 1er, 5) du règlement.

En l'absence d'indication sur ce point, les juridictions des États membres de l'Union européenne ont construit eux-mêmes le régime d'indemnisation des victimes d'infractions boursières, de façon chaotique, sans disposition législative posant les principes directeurs dans ce domaine. Par conséquent, c'est un régime jurisprudentiel, tant en France qu'en Italie, qui a vu le jour relativement à la réparation des préjudices dérivant d'infractions boursières. Les règles prétoriennes dégagées par les magistrats ont longtemps été incertaines et demeures compliquées à mettre en œuvre, du fait des difficultés qui surviennent lors de l'évaluation des conséquences dommageables des infractions boursières sur les marchés financiers, et plus précisément de leur influence sur l'évolution du cours des instruments qui sont échangés. Ainsi, les conditions d'indemnisation des victimes d'abus de marché doivent être clarifiées ; mais le régime de sanction de ces infractions doit également être repensé.

338. Les cumuls français et italien des répressions administrative et pénale : Les abus de marché présentent un double aspect : en premier lieu, ils peuvent constituer des délits pénaux sanctionnés par les juridictions répressives ; en second lieu, ils sont susceptibles de caractériser des manquements administratifs qui relèvent de la compétence des autorités de surveillance des marchés, que sont la Consob et l'Autorité des marchés financiers. Il existe trois catégories d'infractions boursières principales : les abus d'information privilégiée, les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours, ces deux formes de conduite étant désignées tant au sein de la législation européenne que dans l'ordre juridique italien par une même dénomination, à savoir les manipulations de marché. Or, qu'il s'agisse du versant pénal ou du versant administratif de ces comportements, les éléments qui les constituent sont très ressemblants voire identiques, ce qui conduit à sanctionner de deux manières différentes les mêmes faits. Par ailleurs, les sanctions administratives susceptibles d'être prononcées dans ces hypothèses se révèlent au moins aussi sévères, voire plus élevées que les peines que peuvent prononcer les juridictions répressives. Pourtant, en France comme en Italie, les deux types de poursuites, administratives et pénales, pouvaient être

engagés et donner lieu à un cumul de sanctions de mêmes natures, et ce, jusqu'à i ly a peu de temps encore[34].

339. La récente remise en cause européenne du double système de répression des abus de marché : Néanmoins, la gravité des sanctions administratives pouvant être infligées aux auteurs d'abus de marché a incité la Cour européenne des droits de l'homme[35] et la Cour de justice de l'Union européenne[36] à leur reconnaître une coloration pénale, et par conséquent, à les assimiler aux peines prononcées par les juridictions répressives. Dès lors, ce critère de sévérité les a conduites à reconnaître une violation du principe « *non bis in idem* » (ou plutôt le risque d'une telle violation pour la seconde de ces deux juridictions lorsque les sanctions administratives revêtent une coloration pénale), principe selon lequel un même individu ne peut être poursuivi plusieurs fois pour des faits matériels substantiellement identiques. De ce fait, les juges nationaux ont dû revoir leur position et mettre un terme à cette possibilité de cumul des poursuites administratives et pénales, susceptible d'engendrer un cumul de sanctions de mêmes natures. En France, c'est le Conseil constitutionnel qui a posé l'interdiction de la double répression, par une décision du 18 mars 2015 dans laquelle il a également abrogé le délit d'initié[37]. En Italie, à la fin de l'année 2013[38] la première section

---

[34] V. pour un exemple français : Crim., 22 janv. 2014, n° 12-83.579, *D.* 6 fév. 2014, n° 5, p. 274 ; *ibid.* 6 mars 2014, n° 9, p. 600, N. RONTCHEVSKY ; *JCP* 3 fév. 2014, n° 5, 131 ; *D. act.*, 6 févr. 2014, obs. S. FUCINI ; *Dr. pén.* avr. 2014, n° 4, étude 6, L. DE GRAEVE ; *Rev. sc. crim.* 16 juin 2014, n° 1, obs. F. STASIAK, p. 106.

V. pour un exemple italien : Trib. Torino, sez. I, 18 marzo 2011, *Gabetti e al.* ; *Riv. dottori comm.* luglio-sett. 2011, n. 3, pp. 679-681, nota Gianmaria CHIARAVIGLIO (pp. 681-696) ; *Cass. pen.* ott. 2011, vol. LI, n. 10, giurisprudenza di merito 1195, pp. 3565-3583, nota Ester MOLINARO, pp. 3584-3594.

[35] 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.

[36] 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.

[37] 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.

[38] 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 (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 ;

criminelle de la Cour de cassation avait écarté les requêtes d'illégitimité constitutionnelle proposées en expliquant que l'application de l'article 649 du Code de procédure pénale, relatif au principe « *non bis in idem* » suppose un premier jugement pénal de condamnation ou de relaxe, ou bien un décret pénal pris dans le cadre de la procédure spéciale de poursuite par décret, catégorie à laquelle n'appartiennent pas les décisions prises par la Consob ; par ailleurs, elle a ajouté par référence à la décision *Âklagaren contre Fransson* du 26 février 2013 que le cumul n'avait pas été déclaré en lui-même contraire à l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne par la Cour de justice. Cependant, suite à la décision de la Cour européenne des droits de l'homme du 4 mars 2014, la cinquième section pénale de la même juridiction a déclaré pertinentes et manifestement pas mal fondées les requêtes d'illégitimité constitutionnelle[39] relatives à l'article 649 du Code de procédure pénale italien, qui pose le principe « *ne bis in idem* », et à l'article 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, concernant les abus d'informations privilégiées dans leur versant administratif. Les requérants proposent une lecture de cette disposition qui engendrerait sa transformation, en passant du cumul actuel des poursuites administrative et pénale[40] à une mise en œuvre subsidiaire de la procédure administrative de sanction[41].

Au vu de ces transformations jurisprudentielles, il convient à présent que dans les deux États le législateur intervienne afin de de répartir clairement les compétences entre les autorités administratives indépendantes que sont la Consob et l'Autorité des marchés financiers et les juges répressifs. Cependant, une telle distribution ne s'annonce pas sans difficulté car la question de la légitimité de l'intervention du droit pénal en matière d'abus de marché s'est posée, et parce que la répression para-pénale n'offrirait pas les mêmes garanties processuelles que celles qui existent en droit pénal. Divers critères tels que l'intentionnalité du comportement ou l'institution d'un seuil qui délimiterait la frontière entre délit pénal et manquements administratifs ont été proposés pour

---

RJEP nov. 2014, n° 724, comm. 48, Gabriel ECKERT), dans laquelle cette dernière a conclu à une violation de l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention, qui consacre le principe « *non bis in idem* », par le cumul des poursuites administratives et pénales en matière boursière.

[39] Cass. pen. sez. V, 10 nov. 2014, n. 1782, *C.C.R.*

[40] Texte original : « *Salvo le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato* » (incise de l'article 187-*bis*, TUF dans sa version actuelle).

[41] Texte original « *Salvo che il fatto costituisca reato* » (version de l'incise de l'article 187-*bis*, TUF proposée par les requérants).

attribuer à chaque autorité des compétences, et la suppression de l'une des deux voies de répression a également été proposée[42].

Ainsi, il convient dans cette partie d'étudier les définitions des infractions pénales et des manquements administratifs constitutifs d'abus de marché en déterminant si la répression possède oui ou non le même champ d'application dans le droit de l'Union européenne et dans les ordres juridiques français et italien. De même, l'examen des dispositions concernées permettra de démontrer les nombreuses imprécisions et incohérences qui caractérisent les textes décrivant les délits, contraventions et manquements administratifs (Titre 1). Dans un second temps, il paraît nécessaire d'analyser l'organisation des systèmes français et italiens de répression des abus de marché, sans oublier l'étude des modalités d'indemnisation des victimes de telles infractions, ce qui permettra d'insister sur les distorsions existant au sein des deux législations en démontrant, de ce fait, le caractère inachevé de l'harmonisation en la matière. Il est également pertinent de mettre en relief les imperfections de la structure dualiste remise en cause pour proposer une nouvelle répartition des compétences entre autorités administratives, juridictions pénales et civiles, susceptibles d'être mises en œuvre dans les deux pays (Titre 2).

[42] Les difficultés liées à la répartition des compétences entre juges répressifs et autorités administratives, ainsi que les solutions envisagées pour les résoudre seront étudiées au sein du second titre.

TITRE 1
L'HARMONISATION INCOMPLETE DES DEFINITIONS FRANÇAISES ET ITALIENNES DES ABUS DE MARCHE

« Le contrat social du droit de punir implique donc sa légalité parfaite. La répression du crime, légalement qualifié, doit être certaine, uniforme et appliquée à chacun dans le ressort unifié de l'Etat. En outre, elle deviendra universelle, ce qui 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, car la '*conviction de ne pas trouver le moindre coin de terre où les véritables délits ne soient pas punis serait un moyen efficace de les prévenir*'. »[43]

[43] Michel PORRET, *Beccaria. Le droit de punir*, éd. Michalon, Coll. « Le bien commun », 2003, p. 49 citant Cesare BECCARIA, *Dei delitti e delle pene*, p. 67.

340. La répression originelle de la spéculation illicite : Si le droit pénal boursier constitué d'infractions spécifiques destinées à réprimer les atteintes au fonctionnement et à l'intégrité des marchés est né dans les années 1970, la répression des premières formes de spéculation illicite est ancienne. Le Code pénal de 1810 contenait quatre dispositions consacrées à la sanction de telles conduites, au sein de ces articles 419 à 422. Toutefois, n'étaient concernés par la répression que les altérations frauduleuses des cours des denrées et marchandises, ainsi que des papiers et effets publics à l'exclusion des valeurs mobilières[44]. Une loi du 3 décembre 1926 a ajouté un article 419-2 pour inclure ces dernières dans la répression, mais il fut malheureusement abrogé par l'article 57, alinéa 1er de l'ordonnance n° 86-1243 relative à la liberté des prix et de la concurrence du 1er décembre 1986[45].

En Italie, on retrouve des traces de la répression du délit d'agiotage aux articles 389 et 390 du Code pénal du Royaume de Sardaigne, dit « *Codice penale albertino* » créé en 1839, puis au sein de l'article 293 du Code pénal Zanardelli[46], du nom du ministre de la

---

[44] L'article 419 du Code pénal de 1810 disposait que « *Tous ceux qui, par des faits faux ou calomnieux semés à dessein dans le public, par des suroffres faites aux prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunions ou coalitions entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendant à ne la pas vendre, ou à ne la vendre qu'à un certain prix, ou qui par des voies ou moyens frauduleux quelconques auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers et effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce, seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus, et d'une amende de cinq cents francs à dix mille francs. Les coupables pourront de plus être mis, par l'arrêt ou le jugement, sous la surveillance de la haute police pendant deux ans au moins et cinq ans au plus* ».

[45] Ordonnance n° 86-1243 relative à la liberté des prix et de la concurrence du 1er décembre 1986, *J.O.R.F.* 9 déc. 1986, p. 14773.

[46] L'article 293 du Code pénal Zanardelli disposait que « *Quiconque, par le biais d'une diffusion d'informations fausses ou d'autres moyens frauduleux, produit au sein du marché public ou des bourses de commerce une augmentation ou une diminution des prix des salaires, denrées, marchandises ou titres négociables sur le marché public ou inscrits sur les listes des bourses de commerce, est puni par la réclusion d'une durée de trois à trente mois et par une amende délictuelle de 500 lires à 3000 lires.*

Si le délit est commis par un courtier public ou par un agent de change, la peine est la réclusion d'une durée d'un à cinq ans, l'interdiction temporaire d'accéder à la fonction publique, étendue à l'exercice de la profession, l'amende délictuelle de plus de mille lires » ; texte original : « *Chiunque, col diffondere false notizie o con altri mezzi fraudolenti, produce sul pubblico mercato e nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione nei prezzi dei salari, derrate, merci o titoli negoziabili sul pubblico mercato o ammessi nelle liste di borsa, è punito con la reclusione da tre a trenta mesi e con la multa da lire 500 a lire 3000.*

Se il delitto sia commesso da pubblici mediatori o da agenti di cambio, la pena è della reclusione da uno a cinque anni, della interdizione temporanea dai pubblici uffici, estesa all'esercizio della professione, e della multa oltre le mille lire ». Il est possible de constater au sein de cette disposition que sont déjà réprimées les deux formes actuelles des manipulations de marché, à savoir la diffusion d'informations fausses et la manipulation de cours.

Justice sous l'autorité duquel il a été promulgué le 30 juin 1889, pour entrer en vigueur le 1er janvier 1890. Le délit se trouve aujourd'hui au sein d'un titre consacré aux « délits contre l'économie publique »[47], à l'article 501 du Code pénal Rocco publié par décret royal 19 octobre 1930, entré en vigueur le 1er juillet 1931[48].

341. L'avènement d'un droit pénal spécifique aux marchés : L'institution du délit d'initié, infraction emblématique du droit pénal des marchés financiers, et de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses est le résultat de la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970[49], laquelle a intégré ces délits dans l'ordonnance du 28 septembre 1967[50] qui avait créé la Commission des opérations de Bourse. En Italie, la mise en place de la répression de l'agiotage, et donc des conduites destinées à modifier artificiellement les cours, a été pour le moins chaotique. L'agiotage bancaire a été créé avec l'article 98 de la loi n° 141 du 7 mars 1938[51], puis complété par l'agiotage de l'article 2628 du Code civil, institué par la loi n° 262 du 16 mars 1942 qui a approuvé ledit code[52], sous la

[47] Texte original : « *Dei delitti contro l'economia pubblica* » (intitulé du Titre VIII – art. 499-518 – du Livre second « *Dei delitti in particolare* » du Code pénal Rocco de 1930).

[48] Regio decereto del 19 ott. 1930, n. 1398, *G.U.* n. 251 del 26 ott. 1930, pris par le Roi Vittorio Emanuele III, le chef du gouvernement Benito Mussolini et le ministre de la Justice Alfredo Rocco. L'article 501 du Code pénal actuel dispose que « *Chiunque al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da euro 516 a euro 25.822. Se l'aumento o la diminuzione del prezzo delle merci o dei valori si verifica, le pene sono aumentate. Le pene sono raddoppiate:*
1) se il fatto è commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri;
2) se dal fatto deriva un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato, ovvero il rincaro di merci di comune o largo consumo.
Le pene stabilite nelle disposizioni precedenti si applicano anche se il fatto è commesso all'estero, in danno della valuta nazionale o di titoli pubblici italiani.
La condanna importa l'interdizione dai pubblici uffici ».

[49] 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.

[50] 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.

[51] Legge del 7 marzo 1938, n. 141, « conversione in legge, con modificazioni, del regio decreto-legge 12 marzo 1936-XIV, n. 375, contenente disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia », *G.U.* n. 375 del 15 marzo 1938, *suppl. ordinario* n. 61.

[52] Regio decreto del 16 marzo 1942, n. 242, « Approvazione del testo del Codice civile », *G.U.* n. 79 del 4 apr. 1942, entrato in vigore il 19 apr. 1942.

désignation de « *Manœuvres frauduleuses sur les titres de la société* »[53]. L'agiotage bancaire a ensuite été réécrit à l'article 138 du décret législatif n° 385 du 1er septembre 1993, dit « Texte unique sur les lois en matière de banque et de crédit »[54]. Entre temps, la loi n° 157 du 17 mai 1991[55] dont l'objectif était de mettre en conformité le droit italien avec la directive n° 89/592/CEE sur la coordination des législations en matière d'opérations d'initiés[56], avait ajouté un délit d'agiotage ayant pour objet les instruments financiers dans son article 5, ainsi que dans ses articles 2 à 4, les dispositions relatives au délit d'*insider trading* consistant à utiliser des informations confidentielles pour réaliser des opérations sur les marchés de valeurs mobilières. A ce moment, nombreuses sont les critiques adressées aux dispositions relatives au droit des sociétés cotées. Salvatore GRILLO décrivait en 1993 le cadre législatif de la façon suivante : « Nous regrettons le défaut de coordination entre les nouvelles normes pénales et celles qui se situent dans le code civil et l'absence de proportionnalité entre le bien juridique protégé et l'intensité de la réaction. Nous regrettons également l'implication minimale du législateur dans la recherche d'une cohérence acceptable du système pénal. Nous regrettons sa désorganisation et son caractère fragmentaire, son manque de clarté et, selon certains, les peines irréfléchies – absence de rationnalité dans [le choix] des *minima* et des *maxima*, le manque de correspondance entre la gravité des violations et les intérêts que l'on a entendus protéger »[57]. Les deux délits ont par la suite été repris aux articles 180 et 181 du texte unique en matière

[53] Texte original : « *Manovre fraudolenti sui titoli della società* » (intitulé de l'art. 2628, C. civ. it.).

[54] Decreto legislativo del 1° sett. 1993, n. 385, « *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* », *G.U.* n. 230 del 30 sett. 1993, *suppl. ordinario* n. 92, entrato in vigore il 1° genn. 1994.

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

[56] 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.

[57] Texte original : « ***Sono stati lamentati i difetti di coordinamento delle nuove norme penali con quelle contemplate nel codice civile e la mancata proporzionalità fra interesse tutelato e misura della reazione. E' stato pure lamentato lo scarso impegno posto dal legislatore nella ricerca di un'accettabile coerenza del sistema penale. Si lamenta disorganicità e frammentarietà, difetto di chiarezza e, nell'espressione di alcuno, rapsodicità delle pene – assenza di razionalità nei minimi e nei massimi, inadeguatezza alla gravità delle violazioni ed agli interessi che si intenderebbero tutelare*** », *in* Salvatore GRILLO, « Profili penali dei controlli sulle società con azioni quotate in borsa », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, p. 16.

d'intermédiation financière, adopté par décret législatif n° 58 du 24 février 1998[58]. Plus tard, l'agiotage bancaire et celui ayant pour objet les instruments financiers ont été supprimés pour être insérés à l'article 2637 du Code civil, par le décret législatif n° 61 du 11 avril 2002[59], qui avait pour but de rationaliser la répression des diverses formes d'agiotage par la formulation d'une incrimination unique ; mais déjà, des imperfections étaient perceptibles puisque l'ancien article 2628 du Code civil a été maintenu mais reformulé pour devenir un délit d'« *opérations illicites sur les actions ou parts de la société ou de la société-mère* »[60]. Les réformes se sont poursuivies avec l'adoption de la loi n° 62 du 18 avril 2005[61], destinée à transposer la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les abus de marché[62], qui a réintroduit au sein du texte unique en matière d'intermédiation financière les articles 184 et 185 réprimant l'abus d'informations privilégiées et les manipulations de marché dans leur versant pénal[63]. C'est également à ce moment qu'apparaissent en Italie les manquements administratifs correspondants. Aujourd'hui, restent donc applicables les formes pénales d'agiotage ou de manipulation de marché des articles 501 du Code pénal et 2637 du Code civil, ainsi que l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, ce qui pose la question du champ d'application respectif de ces délits.

342. L'adjonction d'un système de répression para-pénale pour les infractions boursières : Comme cela a été précisé juste avant, c'est la loi n° 62 du 18 avril 2005[64] qui a inséré aux articles 187-*bis* et 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière les manquements administratifs d'abus d'informations privilégiées et de

---

[58] 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.

[59] 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.

[60] Texte original : « *Illecite operazioni sulle azioni o quote sociali o della società controllante* » (intitulé de l'article 2628 du Code civil italien, tel que modifié par le décret législatif n° 61 du 11 avril 2002).

[61] 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.

[62] 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.

[63] Les deux articles sont respectivement intitulés « *Abuso di informazioni privilegiate* » (art. 184, TUF) et « *Manipolazione del mercato* » (art. 185, TUF).

[64] Legge del 18 apr. 2005, n. 62/2005 précitée.

manipulations de marché. Ces conduites illicites sont sanctionnées par la Consob, en vertu de poursuites administratives susceptibles de donner lieu à des sanctions de même nature très sévères (du fait de l'existence de mesures d'interdiction) et de par leur quantum[65], notamment depuis que ce dernier a été quintuplé par la loi successive n° 262 du 28 décembre 2005[66].

En 1989, la Commission des opérations de bourse a été dotée d'un pouvoir de sanction par la loi n° 89-531 du 2 août 1989[67], qui a crée les articles 9-1 et 9-2 au sein de l'ordonnance du 28 septembre 1967[68]. La seconde de ces dispositions permettait à l'autorité de sanctionner les conduites qui avaient « *pour effet de : fausser le fonctionnement du marché ; procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ; porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ; faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles* »[69]. Les pratiques visées étaient décrites dans les règlements de la Commission des opérations de bourse : son règlement 90-02[70] lui permettait de sanctionner les atteintes à la bonne information du public, c'est-à-dire la communication ou la diffusion d'une « *information inexacte, imprécise ou trompeuse* »[71] et son règlement 90-08 relatif à l'utilisation des informations privilégiées[72] posait à l'égard des détenteurs de telles informations une obligation de s'abstenir de les « exploiter » ou de les

---

[65] Cf. la sanction administrative pécuniaire de l'abus d'informations privilégiées pouvant atteindre 15 millions d'euros (art. 187-*bis*, al. 1, TUF) et celle des manipulations du marché qui peut s'élever jusqu'à 25 millions d'euros (art. 187-*ter*, al. 1, TUF), sachant que toutes deux peuvent être portées au triple, voire au décuple du profit tiré du manquement lorsque celui-ci peut être déterminé (art. 187-*bis*, al. 5 et 187-*ter*, même al., TUF).

[66] 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.

[67] 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.

[68] 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.

[69] Art. 9-1 de ladite ordonnance.

[70] 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.

[71] Art. 3 dudit règlement.

[72] 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.

« communiquer » de façon indue. Les dispositions permettant à l'autorité française de sanctionner ces manquements administratifs ont été reprises dans le Code monétaire et financier créé par ordonnance du 14 décembre 2000[73], au sein des articles L. 621-14 pour la mention des conduites susceptibles de donner lieu à une procédure administrative de sanction et L. 621-15 pour l'attribution de ce pouvoir à la Commisison des opérations de bourse, abrogeant ainsi l'ancienne ordonnance de 1967. Puis, la loi du 1er août 2003, dite loi sur la sécurité financière[74], et son décret d'application du 21 novembre 2003 relatif à l'Autorité des marchés financiers[75], transposant la directive communautaire du 28 janvier 2003 dite abus de marché[76], ont supprimé la Commission des opérations de Bourse, le Conseil des marchés financiers et le Conseil de discipline de gestion financière, pour les remplacer par l'Autorité des marchés financiers. Il s'agit d'une autorité publique indépendante qui dispose de la personnalité juridique, qui a rédigé son propre règlement général homologué par arrêté du ministre de l'Économie du 12 novembre 2004[77], contenant la définition des abus de marché dans leur versant administratratif aux articles 621-1 et suivants et 632-1 et suivants. La procédure de sanction qu'elle peut mettre en œuvre a été modifiée à diverses reprises afin de répondre aux exigences européennes relatives aux garanties processuelles[78], notamment parce que les mesures punitives pécuniaires qu'elle peut prononcer, déjà

[73] 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.

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

[75] 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.

[76] 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.

[77] 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.

[78] Loi n° 2007-1774 du 17 déc. 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier, *J.O.R.F.* n° 0293 du 18 déc. 2007, p. 20354 ; décret n° 2008-893 du 2 sept. 2008 relatif à la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0207 du 5 sept. 2008, p. 13919 ; ordonnance n° 2009-233 du 26 fév. 2009 réformant les voies de recours contre les visites domiciliaires et les saisies de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0049 du 27 fév. 2009, p. 3486 ; loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0173 du 27 juil. 2013, p. 12530.

très sévères à l'origine[79], n'ont cessé de voir leur *quantum* augmenter à 10 millions d'euros[80], puis à 100 millions d'euros[81].

Ainsi, aux trois délits pénaux d'agiotage et au délit d'abus d'informations privilégiées, s'ajoutent en Italie un manquement du même nom et un autre manquement constitutif de manipulations de marché. En France, les délits d'utilisation ou de communication d'une information privilégiée, de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulation des cours sont tous doublés d'un manquement homologue de nature administrative. Toutes ces conduites illicites sont susceptibles d'engendrer le prononcé de sanctions pénales et administratives qui, jusqu'il y a encore peu de temps[82], pouvaient se cumuler.

343. Les distorsions en matière de répression entre les législations française et italienne : Suite aux remarques formulées dans le paragraphe précédent, il est possible de constater que les infractions italiennes sont beaucoup plus nombreuses. Il convient alors de se demander deux choses. D'une part, la multiplicité de ces infractions correspond-elle à un champ d'application de la répression des abus de marché plus large en Italie ? D'autre part, le système italien n'aurait-il pas besoin d'être simplifié afin de ne conserver qu'une seule infraction à l'image du droit français, ou au contraire, ces infractions n'auraient-elles pas toutes une raison d'être et dans ce cas, la législation française ne devrait-elle pas être complétée par des infractions supplémentaires ? Nous verrons que pour les abus d'informations privilégiées, le domaine des infractions est presque identique dans les deux pays ; en revanche, en ce qui concerne les manipulations de marché, la législation italienne est bien plus ample puisqu'elle couvre tous les types de plateformes de négociation, des marchés réglementés aux marchés

---

[79] Le montant originel des sanctions administratives pécuniaires, du fait de la loi du 1er août 2003, pouvait atteindre 1,5 million d'euros.

[80] 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.

[81] Loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247 du 23 oct., p. 18984.

[82] La Cour européenne des droits de l'Homme a censuré le cumul des sanctions administratives et pénales en matière boursière, du fait que ce cumul portait atteinte au principe *non bis in idem* consacré à l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (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).

hors cote en passant par les systèmes multilatéraux de négociation. Toutefois, cette disparité dans le champ de la répression est amenée à disparaître du fait de l'extension de la réglementation en matière d'abus de marché opérée par le règlement européen (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[83].

L'étude des textes français et italiens montrera que si la France avait en partie anticipé l'adoption du règlement européen du 16 janvier 2014 en modifiant les définitions spéciales de l'information privilégiée, il n'en est pas de même pour l'Italie qui doit encore mettre son droit conformité avec le nouveau texte, qu'il s'agisse de l'information privilégiée ayant trait aux instruments dérivés sur matières premières (1), de celle qui a pour objet les quotas d'émission de gaz à effet de serre (2) ou enfin de celle adoptée relativement aux personnes en charge l'exécution des ordres de vente d'achat de titres financiers (3). Il conviendra de terminer cette étude des définitions spéciales de l'information privilégiée par l'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier français relatif à la commission d'un crime ou d'un délit (4).

344. Les trois formes principales d'abus de marché : Comme cela a été expliqué dans le premier paragraphe de ces travaux[84], la notion d'abus de marché est entendue comme comprenant les opérations d'initié et les manipulations de marché, regroupant elles-mêmes les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours. Les opérations d'initié sont désignées en Italie par l'expression « abus d'informations privilégiées »[85] ; celles-ci consistent pour une personne qui détient une telle information à effectuer des transactions boursières sur la base de cette dernière, alors que le public n'en a pas encore connaissance, ou à communiquer cet élément à des tiers en-dehors du cadre défini par la loi. Par conséquent, comme la conduite illicite vise tant la réalisation de transactions que la communication, la notion d'« abus d'informations privilégiées » sera préférée à celle d'« opération d'initié », car cette dernière suppose une intervention sur les marchés financiers et ne semble donc pas

[83] 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.

[84] Cf. § 1er, pp. 1-10 des présents travaux.

[85] Texte original : « *Abuso di informazioni privilegiate* » (art. 184 et 187-*bis*, TUF).

inclure la communication indue des renseignements confidentiels, ni la recommandation fournie en vertu de ces derniers. Une autre raison motive l'emploi de l'expression « abus d'informations privilégiées » en lieu et place de l' « opération » ou du « délit d'initié » : elle réside dans le fait qu'aujourd'hui, toute personne devient « initié », dès lors qu'elle possède une information et qu'elle a conscience de son caractère privilégié, ce qui qui traduit une dilution très nette de la notion, aujourd'hui vidée de tout consistance[86]. Enfin, le terme « initié » n'est pas utilisé par la doctrine italienne. Si la forme administrative de cet abus existe en France et en Italie, le délit pénal est en suspens puisque son abrogation a été programmée pour le 1er septembre 2016 par la décision du Conseil constitutionnel français du 18 mars 2015[87], à l'heure où les autorités européennes prônent le retour aux sanctions pénales[88].

Les manipulations de marché, quant à elles, sont réalisées dans le but de tromper les investisseurs par le biais de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou par l'accomplissement de manœuvres susceptibles d'altérer le mécanisme naturel de formation des cours des instruments financiers. En France, les deux comportements représentent deux délits distincts, réprimés aux alinéas 1 et 2 de l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier, alors qu'en Italie, ils correspondent aux diverses modalités d'une même infraction. Comme le droit européen emploie également la notion de « manipulation de marché »[89], elle sera utilisée au sein des présents travaux et conduira à une étude groupée des diffusions d'informations fausses ou trompeuses et des manipulations de marché. Le versant pénal des manipulations de marché a donc été maintenu dans les deux pays mais la législation italienne lui consacre trois textes

---

[86] Frédéric STASIAK, « L'utilisation et la communication illicites d'une information privilégiée. Délit et manquement d'initié », *Lamy Droit pénal des affaires,* 2015, § 1991, p. 688.

[87] 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.

[88] La 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 est évocatrice par son titre : elle prévoit l'institution de poursuites pénales en matière d'abus de marché.

[89] La directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 considérait également les deux comportements comme différents aspects d'une même infraction, et il en est toujours de même au sein de la directive n° 2014/57/UE et du règlement (UE) n° 596/2014.

d'incrimination : les articles 501 du Code pénal et 2637 du Code civil, ainsi que l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière. Les deux droits nationaux contiennent également les manquements correspondants[90]. En plus de confronter les délits et manquements français et italiens pour évaluer le degré d'harmonisation des législations, il est nécessaire de s'assurer que l'ensemble des transgressions prévues par la France et l'Italie couvrent tous les marchés et instruments financiers visés par les autorités européennes, au regard des récentes évolutions résultant de l'adoption de la directive n° 2014/57/UE[91] et du règlement (UE) n° 596/2014[92] du 16 avril 2014.

345. Les dissemblances dans les textes d'incrimination des abus de marché français et italiens : Les éléments constitutifs des délits pénaux et des manquements administratifs peuvent différer quelque peu dans les deux pays. Les termes utilisés pour définir ces infractions sont semblables ; seulement, il peut arriver que l'interprétation qui en est faite par la jurisprudence étende, ou à l'inverse restreigne, leur champ d'application. En outre, si la répression boursière vise des catégories analogues d'instruments financiers, elle ne concerne pas nécessairement des plateformes de négociation identiques.

Il existe donc bien un rapprochement des législations française et italienne en la matière, mais il reste imparfait qu'il s'agisse des définitions des abus d'informations privilégiées (Chapitre 1) ou des manipulations de marché (Chapitre 2).

[90] Art. 632-1, RG AMF et 187-*ter*, TUF.

[91] 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.

[92] 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.

CHAPITRE 1
LES DÉFINITIONS SIMILAIRES DES ABUS D'INFORMATIONS PRIVILÉGIÉES FRANÇAIS ET ITALIENS

346. Historique des délits d'abus d'informations privilégiées : En France, la première incrimination connue sous la désignation de « délit d'initié » (ou d'« *insider trading* ») est issue de la loi du 22 décembre 1970[93], alors qu'en Italie ce délit a été créé, bien plus tardivement, en 1991[94]. Claude DUCOULOUX-FAVARD et Nicolas RONTCHEVSKY définissent clairement et simplement cette infraction de la façon suivante : « Le délit d'initié est le fait d'exploiter ou de communiquer de manière abusive une information privilégiée, en période d'obligation d'abstention et de réserve »[95]. Dans les deux pays, les délits sont rassemblés et insérés respectivement dans le Code monétaire et financier et dans le texte unique en matière d'intermédiation financière. Parallèlement, l'Autorité des marchés financiers et la Consob ont mis en place les manquements administratifs correspondants. La directive communautaire 2003/6/CE du 28 janvier 2003[96] a entraîné une modification importante du cadre juridique de la répression para-pénale : en France, les anciens articles 621-14 et 621-15 du Code monétaire et financiers ont été modifiés par la loi n° 2003-706 du 1er août 2003 transposant la directive. Les pratiques de la première de ces deux dispositions, susceptibles d'être réprimées par la Commission des opérations de bourse, ont été transférées au sein du règlement général de l'Autorité des marchés financiers homoloqué par arrêté du ministre de l'Economie du 12 novembre 2004[97]. En Italie, une

[93] 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.

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

[95] Claude DUCOULOUX-FAVARD, Nicolas RONTCHEVSKY, *Infractions boursières. Délits boursiers. Manquements administratifs*, éd. Joly, Coll. « Pratique des affaires », 1997, p. 27.

[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] 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.

loi du 28 décembre 2005[98] sur la protection de l'épargne, a créé les abus d'informations privilégiées en la forme des manquements administratifs. Des réformes successives ont complétées les définitions en élargissant notamment le cercle des auteurs potentiels, lesquels doivent nécessairement détenir une information privilégiée. Cette dernière étant caractérisée par sa confidentialité, celui qui la possède se trouve en situation d'avantage informationnel par rapport aux individus qui n'en ont pas connaissance. Il a donc plus de chances de réaliser une transaction intéressante. Par conséquent, il est possible de s'interroger sur l'opportunité de réprimer les abus d'informations privilégiées puisque les marchés financiers sont caractérisés par un fonctionnement fondé sur l'anticipation.

347. Les doutes sur la pertinence de la répression des abus d'informations privilégiées : La question de l'intérêt de l'abus d'informations privilégiées dans la forme de l'utilisation de telles informations a longtemps été débattue et une telle incrimination n'a pas toujours fait l'unanimité, surtout chez les économistes[99]. Une partie de ces derniers considèrent que les transactions boursières réalisées par un initié constituent elles-mêmes des indications pour les autres investisseurs. Il convient de rappeler que l'efficience informationnelle signifie que tous les renseignements disponibles sur les sociétés ou les titres qu'elles émettent sont automatiquement incorporés dans le cours des instruments financiers. Par conséquent, un individu qui, sur la base d'une information que lui seul ou que très peu de gens possèdent, décide d'acheter un certain volume de valeurs mobilières à un prix déterminé, ou qui au contraire, passe un ordre de vente d'une importance significative, fournirait lui-même une indication aux autres opérateurs sur l'opportunité ou non de réaliser une transaction, et dans l'affirmative, sur le sens dans lequel il faudrait agir[100]. Néanmoins, il convient de tempérer

[98] 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.

[99] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 678.

[100] Cf. sur ce point Giovanni Maria FLICK, « Insider trading : problemi sostanziali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, p. 85. De même, Wael LOUHICHI qui confirme cette hypothèse : il commence par rappeler que « [L'étude réalisée par Sandford Grossman en 1976 (art. : « On the efficiency o competitive stock markets where trades have diverse information », *The Journal of Finance* may 1976, vol. 31, issue 2, pp. 573-585)] révèle que les prix transmettent parfaitement l'information des initiés vers les non-informés. Ces derniers sont capables de formuler leurs anticipations juste en observant les cours boursiers. Ainsi, l'auteur

immédiatement cette affirmation, et ce pour deux raisons. D'une part, il a été expliqué dans la première partie que divers facteurs sont susceptibles de remettre en cause l'hypothèse d'efficience informationnelle, notamment du fait de la disponibilité originelle inégale de l'information et du comportement même de certains investisseurs[101]. Melissa MIEDICO avoue, de façon très réaliste, que « La doctrine a depuis longtemps renoncé à la thèse de la réalisation d'une pleine efficience informationnelle au sein du marché, en prenant acte qu'une distribution asymétrique de l'information est inhérente au [fonctionnement du] marché »[102]. D'autre part, le risque caractérise l'investissement boursier ; pourtant, les initiés, c'est-à-dire les personnes qui disposent d'une information privilégiée, réduisent considérablement ce risque naturel lié à l'investissement, puisqu'ils n'opèrent pas dans les mêmes conditions que leur contrepartie étant donné qu'ils possèdent des renseignements supplémentaires.

348. La reconnaissance de l'intérêt de l'incrimination des abus d'informations privilégiées[103] : L'utilisation des informations privilégiées porte donc atteinte à l'égalité de traitement des investisseurs, qui ne sont pas dans une situation égale face à l'information disponible. Un tel abus peut nuire à la confiance que les opérateurs portent en les marchés financiers, dès lors qu'ils comprennent qu'ils ne sont pas exposés de la

---

montre que les prix sont parfaitement révélateurs et que la seule observation des cours permet de résoudre les asymétries d'information existantes sur le marché » pour expliquer ensuite que « [Craig W. Holden et Avanidhar Subrahmanyam en 1992 (art. : « Long-lived private information and imperfect competition », *The Journal of Finance* march 1992, vol. 47, issue 1, pp. 247-270)] envisagent le cas de plusieurs agents informés. Ils démontrent que, lorsqu'ils sont nombreux, les agents informés se comportent de façon agressive en plaçant des ordres de grande taille. Ceci permet une incorporation plus rapide de l'information dans le prix et une augmentation du niveau d'efficience informationnelle. Les auteurs montrent que lorsque le nombre des informés tend vers l'infini, la totalité de l'information est révélée dès la première transaction et le marché devient efficient au sens fort », *in* Wael LOUHICHI, *Le rôle informationnel des annonces : Une étude intrajournalière sur Euronext Paris*, Thèse dactyl. : sciences de gestion, Perpignan, 2004, respectivement pp. 13 et 17.

[101] Cf. §§ 66 s., pp. 160 s. des présents travaux.

[102] Texte original : « ***La dottrina ha da tempo rinunciato all'ipotesi di realizzazione nel mercato una piena efficienza informativa, prendendo atto che la distribuzione asimmetrica dell'informazione è connaturata al mercato*** », Melissa MIEDICO, « Gli abusi di mercato », *in* Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, pp. 65-66.

[103] Frédéric STASIAK, « L'utilisation et la communication illicites d'une information privilégiée. Délit et manquement d'initié », *Lamy Droit pénal des affaires,* 2015, § 1984, p. 683.

même manière à l'aléa[104]. Comme le rappelle Philippe BONFILS, « [...] la confiance légitime que l'on peut placer dans le fonctionnement normal des marchés financiers ne vaut qu'à la condition que le public puisse bénéficier, de façon large et égale, de l'information pertinente pour éclairer sa décision d'investissement »[105]. C'est pourquoi est posée à charge des émetteurs une obligation de diffuser à l'ensemble du public et « *dès que possible* » les informations privilégiées qu'ils détiennent. C'est également la raison pour laquelle la communication de telles données est réprimée lorsqu'elle intervient en dehors du cadre normal de l'exercice des fonctions ou de la profession de celui qui la détient ; la seule transmission autorisée est celle qui intervient de manière simultanée à destination de tous les investisseurs par le biais d'un communiqué officiel, ou dans le cadre des strictes nécessités d'une activité professionnelle. Cette seconde forme d'abus d'informations privilégiées permet donc de limiter l'extension des situations de privilège d'information. Enfin, la sanction de la recommandation de réaliser une transaction sur la base des renseignements détenus par l'initié correspond à la même finalité que celle qui intervient en matière d'utilisation d'informations privilégiées : elle punit le fait de mettre en mesure une personne d'opérer sur les marchés alors que tous les investisseurs n'ont pas accès à l'ensemble des données disponibles.

349. Les hésitations persistantes sur l'élément moral des abus d'informations privilégiées : Alors que l'élément matériel de ces infractions apparaît clairement décliné en trois aspects – utilisation de l'information, communication ou recommandation d'une opération sur la base de cette information – l'existence même d'un élément moral fait encore débat pour ce qui concerne le versant administratif des abus d'informations privilégiées, même si une majorité de la doctrine et des décisions rendues en la matière tendent à privilégier le caractère objectif du manquement. Par ailleurs, se pose également la question de la nature des présomptions existantes : une controverse perdure entre les partisans de la présomption de connaissance des informations privilégiées par les dirigeants et ceux qui lui préfèrent une présomption de

[104] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 677.
[105] Philippe BONFILS, *Cours de droit pénal des affaires*, Montchrestien Lextenso éditions, éd. 2009, p. 254.

connaissance du caractère privilégié des informations qu'ils détiennent[106]. Les incertitudes relatives à l'élément moral des abus d'informations privilégiées viennent donc contrebalancer la clarté de l'élément matériel. Toutefois, les difficultés ne se limitent pas aux éléments constitutifs de ces infractions ; elles concernent également leur préalable, à savoir la détention de l'information privilégiée, notion aux contours flous et empreinte de subjectivité.

Ces trois infractions supposent donc une condition préalable : la connaissance d'une information privilégiée par une personne qui, de ce fait, devient initié. Ce prérequis (Section 2) sera étudié avant les éléments constitutifs des abus de marché dans leurs aspects administratif et pénal (Section 3), mais avant tout, il est nécessaire de s'interroger sur la ou les valeurs sociales protégées par les abus d'informations privilégiées (Section 1).

Section 1. Les valeurs sociales protégées par les abus d'informations privilégiées

350. Les valeurs sociales protégées par les abus d'informations privilégiées identifiées par la doctrine : De tous les constats précédemment formulés, découle la nature de la valeur sociale (ou « bien juridique » selon l'expression utilisée en droit italien) que l'ordre juridique tend à préserver par le biais des abus d'informations privilégiées. Comme ces infractions visent à garantir que tous les opérateurs se trouvent dans des conditions de négociation équitables, certains ont identifié la valeur sociale protégée de cette infraction dans l'intérêt financier de l'ensemble des épargnants[107] qui doivent être placés dans une situation identique en ce qui concerne l'accessibilité de l'information financière. Sont donc également mentionnées l'égalité d'accès des investisseurs à cette information[108] et, de manière indirecte, la confiance de ces derniers

[106] Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015 n° 9, p. 385 ; les auteurs affirment que : « Vis-à-vis des quatre premières catégories de personnes précitées, il existe une présomption de connaissance du caractère privilégié, à distinguer de la prétendue présomption 35 de détention d'une information privilégiée. Ainsi, la partie poursuivante devra rapporter la preuve que la personne détenait l'information mais elle pourra présumer que la personne en cause connaissait le caractère privilégié de l'information ».

[107] Wilfrid JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, Précis Dalloz, 6° édition, 2005, p. 160.

[108] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 385 ; Enzo MUSCO, « I reati di insider trading », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto

en les marchés[109]. En tout état de cause, ce n'est pas l'intérêt individuel de chaque opérateur qui est visé, mais bien l'intérêt collectif lié à la possibilité d'effectuer un investissement boursier en ayant à disposition toutes les données connues relatives aux émetteurs et à leurs instruments financiers.

D'ailleurs, certains auteurs situent la valeur sociale protégée dans le correct fonctionnement des marchés financiers[110], et par extension, dans la transparence qui permet de garantir cette bonne marche[111]. Maria Letizia ERMETES fait partie de ces auteurs puisqu'elle considère que « **Comme cela a été relevé en doctrine, le bien juridique protégé par les conduites d'*insider trading* doit être recherché à la lumière de ce que l'on nomme la 'philosophie de la transparence', principe directeur du cadre normatif actuel des marchés financiers [...]. La transparence c'est avant tout une information sur les sociétés continue et fiable, de façon à permettre à tous les investisseurs d'avoir à disposition, de façon prompte et simultanée, les éléments nécessaires pour effectuer des choix en toute connaissance de cause** »[112]. Certains auteurs associent même l'ensemble de ces aspects en expliquant que les abus d'informations privilégiées tendent à préserver la confiance des individus ayant recours aux instruments financiers comme moyen d'épargne, laquelle serait fonctionnelle à la valeur juridique « finale » qui réside dans le fonctionnement régulier des marchés financiers[113]. Cette dernière valeur, au caractère davantage public et général, est celle retenue par la jurisprudence.

PORTALE, *Trattato delle società per azioni*. Vol. 9.1 *Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, p. 327 ; Juliette MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 478, 2007, p. 85.

[109] Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 240 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 33 ; Juliette MEADEL, *ibid*.

[110] 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. 90.

[111] Enzo MUSCO, *op. cit*., p. 334.

[112] Texte original : « ***Com'è stato in dottrina rilevato, il disvalore delle condotte di insider trading deve essere ricercato alla luce della c.d. 'filosofia della trasparenza', principio ispiratore della odierna normativa dei mercati finanziari*** [...]. ***E trasparenza significa in primo luogo un'informativa societaria continua e attendibile, tale da consentire a tutti gli investitori di disporre, contemporaneamente e tempestivamente, degli elementi necessari ad effettuare scelte consapevoli*** », *in* Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 980.

[113] Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *op. cit.*, pp. 242-243.

351. La valeur sociale préservée par les abus d'informations privilégiées consacrée par la jurisprudence : Le Conseil constitutionnel français s'est exprimé très récemment sur la question dans sa décision consacrée à l'étude de la conformité à la Constitution du cumul des sanctions administratives et pénales en matière d'abus de marché. A cette occasion, il a affirmé dans son vingt-cinquième considérant que « […] l'article L. 465-1 du code monétaire et financier relatif à la répression du délit d'initié est inclus dans un chapitre de ce code consacré aux 'infractions relatives à la protection des investisseurs' ; […] aux termes de l'article L. 621-1 du même code, l'Autorité des marchés financiers veille à 'la protection de l'épargne investie' dans les instruments financiers, divers actifs et tous les autres placements offerts au public ; […] ainsi, la répression du manquement d'initié et celle du délit d'initié poursuivent une seule et même finalité de **protection du bon fonctionnement** et de **l'intégrité des marchés financiers** »[114]. En Italie, la solution adoptée n'est pas la même puisque la valeur sociale protégée résiderait davantage dans l'équité dans les conditions d'accès à l'information : le Tribunal de Rome a déclaré que « l'hypothèse sur laquelle se fonde le choix du législateur [par le biais du délit d'*insider trading*] est celle qui consiste à exclure du marché financier ceux qui peuvent y opérer alors qu'ils sont dans une situation de privilège d'information »[115]. Toutefois, la chambre criminelle de la Cour de cassation française s'était également prononcée en ce sens dans un arrêt du 14 juin 2006[116]. Dans le même sens, l'une des sections pénales de la Cour de cassation

---

[114] Mis en gras par nous. 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.

[115] Texte original : « ***l'assunto su cui si fonda la scelta del legislatore*** [col delitto d'*insider trading*] ***consiste nell'escludere dal mercato finanziario coloro i quali possono operarvi in una condizione di privilegio informativo*** », Trib. Roma, 15-23 maggio 1996, *Luigi Busiello*, *Giur. comm.* marzo-apr. 1997, n. 2, parte II, pp. 207-215, con nota Stefano GALLI, (pp. 216-225).

[116] Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82453, *Soros* ; *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 ; *Dr. sociétés* août 2006, n° 8, comm. 132, obs. Renaud SALOMON ; *AJ pén.* 15 sept. 2006, n° 9, p. 364, obs. Guillaume ROYER ; *Rev. sociétés* 16 avr. 2007 n° 1, p. 125, note Bernard BOULOC ; *Banque et droit* sept.-oct. 2006, p. 60 ; *RTD fin.* 2006, n° 2, p. 124, obs. Nicolas RONTCHEVSKY ; *JCP E* 1er fév. 2007, n° 5, comm. 1146, Guillaume ROYER ; *RTD com.* 15 mars 2007, n° 1, p. 251, note Bernard BOULOC : la cour expliquait alors que « le respect de l'égalité

italienne a rappelé dans une décision du 8 novembre 2012 que « Cependant, alors que l'agiotage porte atteinte au bon fonctionnement du marché, [...] l'atteinte résultant de l'abus d'informations privilégiées réside dans l'obtention d'avantages indus en abusant d'une position déterminée sur le marché »[117]. La valeur sociale visée par les juridictions italiennes paraît donc plus immédiate par rapport à celle envisagée par le Conseil constitutionnel français. Par ailleurs, elle est conforme à celle retenue par la Cour de justice de l'Union européenne qui a décidé dans une décision du 23 décembre 2009 que « L'interdiction des opérations d'initiés énoncée à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 vise ainsi à garantir l'égalité des cocontractants dans une transaction boursière en évitant que l'un d'eux, qui détient une information privilégiée et se trouve, de ce fait, dans une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs, en tire profit au détriment de ceux qui l'ignorent »[118]. La position adoptée est donc finalisée à empêcher que l'aléa inhérent à toute opération boursière soit réduit du fait de la détention de renseignements par un cercle restreint de personnes[119].

352. Les indications fournies par les directives de l'Union européenne : Les deux positions semblent pouvoir être confortées par les directives adoptées par l'Union européenne, dès lors qu'elles énoncent que « *Les opérations d'initiés et les manipulations de marché empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable indispensable aux opérateurs pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés intégrés* »[120] et que « *Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières, les instruments dérivés et les indices de référence.* [...] *La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil a complété et actualisé le cadre juridique de l'Union destiné à protéger l'intégrité*

---

entre les différents clients du marché boursier impose un devoir d'abstention de la part de celui qui détient une information privilégiée concernant une opération déterminée ».

[117] Texte original : « ***Ma, mentre l'aggiotaggio è lesivo del regolare andamento del mercato,*** [...] ***la lesività dell'abuso di informazioni privilegiate si pone nel conseguimento di indebiti vantaggi abusando di una determinata posizione sul mercato*** », (Cass. sez. pen. V, 8 nov. 2012, n. 4324, *D.S. c. Unipol Gruppo finanziario s.p.a.*, *Dir. e giustizia* 30 genn. 2013, fasc. 0, p. 113, con nota Enrico FONTANA).

[118] C.J.U.E., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV*, spéc. § 48 ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, pp. 156-157, obs. Frédéric STASIAK ; *D.* 14 janv. 2010, n° 2, p. 85, obs. Alain LIENHARD.

[119] Même décision, § 52.

[120] Considérant 15 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janv. 2003.

du marché »[121]. Ainsi, la « *transparence intégrale et adéquate* » évoquée dans la première disposition confirme que tous les investisseurs doivent se trouver dans des conditions équitables pour pouvoir prendre leur décision d'investissement et qu'ils doivent donc avoir accès aux mêmes informations ; quant aux seconds textes, ils vont dans le sens de la protection de valeurs sociales bien plus générales, à savoir la confiance du public et l'intégrité des marchés financiers.

353. L'absence regrettable de distinction entre la forme administrative et la forme pénale des abus d'informations privilégiées : L'énumération des positions adoptées par la doctrine et la jurisprudence, tant en France qu'en Italie, démontre qu'en réalité la valeur sociale protégée par les abus d'information privilégiée est floue, ou du moins incertaine[122]. Néanmoins, jusqu'alors, aucune différenciation n'a été réalisée entre le manquement administratif et le délit pénal, sauf chez un auteur[123]. Il est vrai que la détermination de la valeur sociale protégée fait davantage référence au droit pénal, puisqu'elle est étroitement liée à son caractère d'« *extrema ratio* », en ce sens qu'elle permet de vérifier qu'une infraction tend à préserver une valeur considérée comme fondamentale par une société déterminée, ou dont les atteintes ne pourraient être dissuadées ou réprimées de façon efficace par des sanctions autres que pénales. Pourtant, il peut être intéressant d'examiner si les finalités recherchées par les manquements et les délits d'abus d'informations privilégiées sont identiques ou non, en particulier en vue d'une répartition ultérieure des compétences entre autorité judiciaire et autorité administrative.

Sur ce point, l'objectif poursuivi par les manquements administratifs est directement rattaché à la fonction attribuée aux autorités administratives indépendantes, c'est-à-dire l'Autorité des marchés financiers et la Consob, qui ont rédigé les règlements contenant leurs définitions. Or, comme le précisent les articles L. 621-1 du Code monétaire et financier et 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière, celles-ci ont toutes deux pour principales missions de veiller à la protection de l'épargne investie dans les

---

[121] Considérants 1 et 2 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014.

[122] Aldo LAUDONIO, « Rastrellamento di azioni, delisting ed il fantasma dell'insider di se stesso », *Riv. dir. banc.* febb. 2013, n. 2 (disponible sur http://www.dirittobancario.it)

[123] Frédéric STASIAK, « La bulle constitutionnelle est-elle en passe d'éclater ? », *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. sous 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).

instruments financiers et au bon fonctionnement des marchés sur lesquels ceux-ci sont échangés. Par conséquent, ces deux derniers objectifs pourraient constituer les valeurs sociales protégées par les manquements administratifs d'abus d'informations privilégiées[124]. En revanche, la fonction du droit pénal semble être toute autre : s'il est vrai que les infractions tendent à préserver l'intérêt général, elles ne sont pas dépourvues de tout lien avec les justiciables : elles sont susceptibles d'engendrer un dommage que les victimes peuvent voir réparé, dès lors qu'il leur est personnel et qu'il découle directement desdites infractions. D'autre part, la sanction pénale en cas d'abus de marché est liée à la culpabilité de leur auteur, qui a manifesté une intention de transgression qui leur est reprochée par la société au moment des poursuites ; au contraire, les manquements administratifs sont considérés comme objectifs[125], en ce sens que peu importe la psychologie de l'agent[126], la répression pourra être mise en œuvre dès lors que la violation des règlements en la matière est constatée[127].

354. Les valeurs sociales protégées retenues pour les abus d'informations privilégiées : Les infractions pénales d'abus d'informations privilégiées paraissent, de ce fait, revêtir une connotation morale qui par ailleurs permet aux victimes d'obtenir réparation. Ce n'est donc pas tant la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et le bon fonctionnement des marchés que le législateur semble vouloir préserver au travers de tels délits, contrairement à ce qu'a décidé le Conseil constitutionnel français ; il n'est pas non plus possible d'affirmer qu'il s'agit de l'intérêt personnel des investisseurs, puisque le droit pénal ne protège pas les intérêts privés individuels. Il semblerait donc concevable que la valeur sociale protégée, de caractère général, réside dans l'équité des investisseurs face à l'accès aux informations privilégiées. Cette position semble confortée par le fait que la diffusion la plus rapide possible de tels renseignements est finalisée à prévenir les opérations d'initiés[128] en

---

[124] *Ibid*.

[125] V. en ce sens. C.J.U.E., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV*, spéc. § 48 ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, pp. 156-157, obs. Frédéric STASIAK ; *D.* 14 janv. 2010, n° 2, p. 85, obs. Alain LIENHARD ; Cass. ass. plén., 8 juil. 2010, n° 10-10965 ; CE, 16 juil. 2010, n° 321056, *Lebon* T.

[126] Déc. AMF, 21 avr. 2005, M. A, Mme. B, M. C, M. D et de la société X : « il est peu important de savoir si M. A a transmis l'information privilégiée à M. E de manière intentionnelle ou maladroite dans la mesure où les éléments constitutifs du manquement, qui est objectif, sont réunis ».

[127] Déc. AMF, 28 fév. 2008, *Prologue Software, Euroland Finance*.

[128] 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,*

réduisant les asymétries d'information pour garantir aux différents opérateurs une égalité relative face à la disponibilité des données[129]. En ce qui concerne les manquements administratifs, vu leur caractère objectif et la mission attribuée à l'Autorité des marchés financiers et à la Consob, il est possible de retenir qu'ils tendent à préserver l'épargne investie dans les instruments financiers et le bon fonctionnement des marchés. Les finalités poursuivies par les abus d'informations privilégiées ayant été identifiées, il convient à présent de s'attarder sur les prérequis relatifs à ces derniers, à savoir l'existence d'une information privilégiée et sa possession par des individus qui deviennent *ipso facto* des « initiés ».

Section 2. La détention d'informations privilégiées, préalable commun aux abus d'informations privilégiées français et italiens

« Savoir est un prérequis pour évaluer le risque et décider en conséquence, dans ce cas, d'investir ou pas. »[130]

355. La qualité d'initié fondée sur la possession d'une information privilégiée : A l'origine, les personnes considérées comme initiés constituaient une catégorie bien déterminée présentant deux composantes. En vertu de l'article 2, 1. de la directive n° 89/592 du 13 novembre 1989[131], la première correspondait aux membres des organes de direction, d'administration ou de surveillance de l'émetteur ou aux individus qui participaient au capital de l'émetteur ; la seconde résidait dans les personnes qui obtenaient une information privilégiée dans le cadre de l'exercice de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions. Bien que ces deux groupes aient été maintenus,

---

n. 58, Milano, Giuffrè editore, 1998, pp. 939-940 ; 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, § 28 ; Gilberto GABRIELLI, *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, p. 22.

[129] Nicole DECOOPMAN, Régis VABRES et Alexandra THIL, *op. cit.*, fasc. 1512, § 28 ; Jean-Yves LEGER, *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010, p. 2.

[130] Texte original : « ***Sapere è la necessaria premessa per valutare il rischio e decidere di conseguenza, in questo caso se investire o meno*** », *in* 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, p. 206.

[131] 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.

aujourd'hui chacun de nous peut devenir initié : une telle qualité est attribuée à toute personne qui vient à posséder ce type d'information, comme le sous-entend l'article 4 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 qui dispose que « *Les États membres veillent à ce que les articles 2 et 3 s'appliquent également* ***à toute personne*** *autre que les personnes visées auxdits articles* ***qui détient une information privilégiée*** *et qui sait ou aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* »[132]. Ainsi, désormais, ce n'est plus tant la qualité ou les fonctions exercées par une personne qui engendrent la qualification d'initié, ni même la façon dont l'information privilégiée a été obtenue, mais bien le fait de posséder une telle information[133]. Il convient donc de présenter les diverses caractéristiques de l'information privilégiée (Paragraphe 1), cette notion ne coïncidant pas totalement avec celle qui est visée dans les dispositions relatives à l'information réglementée des articles 221-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers[134] et 114 du texte unique en matière d'information financière, avant d'analyser chacune des catégories d'initiés (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. La similarité des notions françaises et italiennes d'information privilégiée

356. La définition originelle de l'information privilégiée : Seule une personne disposant d'une telle information peut commettre des abus d'informations privilégiées. Cette notion a été définie par les instances communautaires dans l'article 1er, alinéa 1er, 1) de la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989 précitée. Elle devait s'entendre d'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 de ces valeurs mobilières* ». A ce moment, en France, une définition de cette notion était contenue dans l'article 1er du règlement de la Commission des opérations de bourse n° 90-08 consacré à l'utilisation de l'information privilégiée[135]. Cette disposition

[132] Mis en gras par nous.

[133] Frédéric STASIAK, *Droit pénal des affaires*, L.G.D.J. (lextenso éditions), 2009, spéc. p. 285.

[134] 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. §§ 452 s., p. 269 s.

[135] 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. Son article 1er définissait

réglementaire a inspiré la chambre criminelle de la Cour de cassation[136] qui a repris les critères contenus dans ce texte pour élaborer la notion d'information privilégiée utilisée dans le cadre du délit pénal de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967[137]. En Italie, elle n'est apparue qu'avec la loi du 17 mai 1991[138] venue transposer le texte communautaire.

357. L'évolution de la définition légale de l'information privilégiée : La directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 dite « abus de marché »[139] a élargi cette définition en remplaçant le terme de « valeurs mobilières » par celui d'« instruments financiers », et en ajoutant que l'information pouvait concerner directement ou indirectement l'émetteur ou les instruments financiers qu'il diffuse. Elle a par ailleurs indiqué que l'influence sensible susceptible de se produire au moment de la diffusion de ladite information pouvait être exercée soit sur les titres concernés, soit sur ceux qui leur étaient liés. Enfin, le nouveau texte a décliné la notion d'information privilégiée en

---

l'information privilégiée comme une « *information non publique, précise, concernant un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs contrats à terme négociables, un ou plusieurs produits financiers cotés, qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur, du contrat ou du produit financier concerné* ».

[136] Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635 : « Attendu que si les dispositions de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, comme celles de la directive n° 89 / 592 / CEE du 13 novembre 1989 avec lesquelles elles sont compatibles, interdisent aux personnes qui disposent, en raison de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, de réaliser des opérations sur le marché avant que le public en ait eu connaissance, **c'est à la condition que lesdites informations soient précises, confidentielles, de nature à influer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées** ; Qu'en outre, le caractère privilégié des informations au sens de ces textes, ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu [...] ».

[137] 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.

[138] 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. Son article 3 prévoyait qu'« *Au sens de l'article 2, l'information confidentielle doit s'entendre d'une information spécifique au contenu déterminé, qui n'a pas été rendue publique, qui concerne un ou plusieurs émetteurs de valeurs mobilières ou une ou plusieurs valeurs mobilières, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'en influencer sensiblement le cours* » ; texte original : « *Per informazione riservata ai sensi dell'articolo 2, si intende una informazione specifica di contenuto determinato, che non sia stata resa pubblica, concernente uno o piu' emittenti di valori mobiliari ovvero uno o piu' valori mobiliari, e che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo* ».

[139] 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.

l'appliquant aux instruments dérivés sur produits de base et aux personnes chargées d'exécuter des ordres concernant des instruments financiers.

Dès lors, en France, l'Autorité des marchés financiers, venue se substituer à l'ancienne Commission des opérations de bourse, a rédigé son règlement général[140] en instituant à l'article 621-1 une nouvelle définition de l'information privilégiée intégrant les modifications apportées par la directive du 28 janvier 2003 et son texte d'application[141]. D'autre part, en Italie, la notion d'information privilégiée a été littéralement reproduite à l'article 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière par la loi n° 62 du 18 avril 2005[142] ; elle a remplacé l'ancienne définition formulée lors de l'adoption du décret n° 58 du 24 février 1998 constituant le texte unique[143] et contenue dans l'article 180 du même texte. Elle vallait tant pour le délit pénal que pour le manquement administratif. Dans les deux pays, la définition d'une telle information est directement inspirée de celle donnée par l'article 1er, alinéa 1er, 1) de la directive du 28 janvier 2003.

358. Les récentes évolutions issues des textes européens du 16 avril 2014 : L'Union européenne a réformé le cadre normatif des abus de marché par l'adoption de la directive n° 2014/57/UE[144] et du règlement (UE) n° 596/2014[145]. Le premier de ces textes, dans son article 2, alinéa 1er, 4) renvoie à l'article 7, paragraphes 1 à 4 du second texte pour la définition de l'information privilégiée. À nouveau, celle-ci est déclinée en

---

[140] 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.

[141] Directive 2003/124/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 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.

[142] 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.

[143] 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.

[144] 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.

[145] 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.

fonction de son objet : la disposition propose une définition relative aux émetteurs et aux instruments financiers en général, une autre consacrée aux instruments dérivés sur matières premières, une troisième dédiée aux quotas d'émission et aux produits basés sur ces derniers et admis aux enchères, ainsi qu'une quatrième, déjà présente dans la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003, et ayant trait aux personnes chargées d'exécuter des ordres relatifs à des instruments financiers. Si aucune modification n'est intervenue pour l'article 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière de la Consob, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers s'est vu ajouté un article 621-2 pour tenir compte des évolutions normatives européennes. En revanche, l'actuel article L. 465-1, alinéas 1er et 3 du Code monétaire et financier ne fournit toujours aucune définition de l'information privilégiée, mais malgré cela, la jurisprudence considère que le texte d'incrimination contenu à cet article ne viole pas le principe de légalité criminelle. En effet, suite à une question prioritaire de constitutionnalité qui tendait à faire contrôler la clarté et la précision dudit article, la chambre commerciale de la Cour de cassation a décidé dans un arrêt du 8 juillet 2015 que « les questions posées ne présentent pas un caractère sérieux, dès lors que les dispositions légales critiquées sont, d'une part, suffisamment claires et précises pour permettre leur interprétation, qui entre dans l'office du juge pénal, sans risque d'arbitraire, notamment en ce qu'elles concernent la nature et l'objet des informations utilisées par l'auteur du délit d'initié pour réaliser des opérations de marché telles que visées par le texte, et, d'autre part, instaurent une présomption d'utilisation de ces informations pouvant être écartée en rapportant la preuve contraire ; qu'ainsi, aucun des principes constitutionnels invoqués n'est méconnu »[146]. La solution doit être approuvée car si le législateur n'a pas inséré la définition de l'information privilégiée au sein de l'article L. 465-1, alinéas 1er et 3, celle qui a été insérée à l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et celle fournie par les autorités européennes dans les divers directives et règlements successifs, ainsi que la jurisprudence bien établie en la matière, permettent d'appréhender *a priori* la notion[147]. Néanmoins si des définitions ont été instituées, les formulations proposées par les différentes autorités ne donnent pas entière satisfaction

[146] Cass. com., 8 juil. 2015, n° 14-84562, publié au bulletin des arrêts de la chambre commerciale de la Cour de cassation.

[147] Renaud SALOMON, « Conformité de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier aux principes de légalité criminelle et de la présomption d'innocence », *Dr. soc.* oct. 2015, n° 10, comm. 183.

de par leur manque de clarté et du fait de la subjectivité qui les caractérise. Dès lors, il convient d'analyser la définition générale (A) pour ensuite expliquer les trois autres déclinaisons présentées par les autorités européennes (B).

A- La définition générale de l'information privilégiée

359. La persistance des imperfections de la définition générale de l'information privilégiée : En vertu de l'article 7, 1., a) du règlement (UE) n° 596/2014 précité, l'information privilégiée correspond à « *une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* »[148]. Ce texte n'a pas réellement évolué depuis la directive du 28 janvier 2003, malgré les incertitudes liées au manque de précision de certains termes, tels que l'adjectif « sensible » par exemple. Ainsi, les critiques formulées à l'encontre de l'ancienne définition pourront être adressées à ce nouvel article. L'article 181 du texte unique en matière d'information financière, qui l'avait reproduite malgré ses faiblesses sans aucune altération, n'a pas non plus été modifié et correspond donc à la traduction littérale de la disposition européenne[149]. De même, l'article 621-1, alinéa 1er du règlement général l'Autorité des marchés financiers[150] constitue la copie conforme de ce texte. La lecture de ce dernier montre qu'une information est qualifiée de privilégiée du fait de son objet spécifique (1) et de ses caractères (2).

---

[148] Pour un certain nombre d'exemples d'informations liées directement ou indirectement aux émetteurs et aux instruments financiers, Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 387-388.

[149] Texte original : « *Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari* » (art. 181, al. 1, TUF).

[150] L'article dispose que « *Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés* » (art. 621-1, al. 1er, RG AMF).

1. L'objet inégal des définitions françaises et italiennes de l'information privilégiée

360. Les différents éléments objet des définitions des informations privilégiées : L'article 181, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière italien fournit une définition générale de l'information privilégiée valable tant pour le délit pénal de l'article 184 du même texte que pour le manquement administratif de l'article 187-*bis*. En revanche, en France, deux dispositions différentes sont applicables : l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier applicable au délit pénal, qui sera abrogé au 1er septembre 2016 sous l'effet de la décision du 18 mars 2015 rendue par le Conseil constitutionnel[151], et l'article 621-1, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour l'information privilégiée objet du manquement administratif.

Pour commencer, le concept même d'information n'est défini dans aucun de ces textes, ce qui aux yeux de certains auteurs italiens permettrait de douter de la conformité de l'infraction d'abus d'information privilégiée au principe de légalité criminelle[152], selon lequel les textes d'incrimination doivent être rédigés en des termes suffisamment clairs et précis. Pourtant, la signification du mot « information » ne paraît pas insaisissable ; en effet, il ne semblerait pas illogique d'attribuer à ce vocable le sens de "donnée à caractère objectif". Gérard CORNU définit d'ailleurs ce terme comme le « **renseignement possédé** »[153] ; Thierry BONNEAU et France DRUMMOND expliquent qu'il s'agit de « **la connaissance d'un fait, d'un évènement** »[154].

Ensuite, concernant l'objet de l'information privilégiée, en vertu de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, celle-ci doit porter « *sur les perspectives ou la situation d'un émetteur ou de ses titres admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de*

---

[151] 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.

[152] Voir en ce sens, Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, pp. 10 et 22.

[153] Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 9° éd., 2012, V° « information », p. 543.

[154] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 684.

l'article L. 421-1 ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée, ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou négociés sur un système multilatéral de négociation, admis à la négociation sur un tel marché ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé ». En revanche, dans la définition italienne de l'information privilégiée, sont visés de façon générale les renseignements qui regardent « *directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers* »[155]. Par conséquent, il convient de s'attarder sur la notion d'instruments financiers donnée par l'article 1er, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière pour vérifier si l'objet des définitions française et italienne de l'information privilégiée coïncide réellement.

361. La mention de la « situation » et des « perspectives » de l'émetteur dans la définition de l'information privilégiée du Code monétaire et financier français : Si les articles 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière et 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, relatifs aux manquements d'abus d'informations privilégiées, font simplement référence à l'« *émetteur* » ou aux instruments financiers qu'il diffuse, l'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier vise plus précisément « *la situation* » ou « *les perspectives* » de l'émetteur. Le premier de ces deux termes peut correspondre au « **tableau des éléments qui composent le patrimoine d'une entreprise à une date donnée** »[156], mais également, et de façon plus large, à l'« **ensemble des évènements, des circonstances, des relations concrètes au milieu desquels se trouve quelqu'un, un groupe** »[157]. Semblent donc concernées les indications comptables, financières ou autres qui permettent de se représenter l'état général, passé ou présent, de l'émetteur. Quant au second terme, son sens a déjà été précisé lorsqu'étaient analysées les données à caractère prospectif[158] : les

[155] Texte original : « *direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari* » (art. 181, al. 1er, TUF).
[156] Dictionnaire en ligne http://www.larousse.fr, consulté le 21 août 2015.
[157] *Ibid*.
[158] Cf. § 176, pp. 301 des présents travaux.

perspectives représentent un « **ensemble d'évènements, de projets ou évolution, devenir de quelque chose qui se présente comme probable ou possible ; éventualité, horizon** »[159]. Ainsi, c'est le futur de l'émetteur qui est évoqué par le biais des perspectives. Par conséquent, comme la disposition du Code monétaire et financier se réfère à l'intégralité des données, à caractère financier ou non, relatives au passé, au présent et au futur de l'émetteur, il semblerait que la présence des termes « *situation* » ou « *perspectives* » ne modifie pas le domaine d'application de la définition de l'information privilégiée, par rapport à celui des articles 621-1, alinéa 1er du règlement général et 181, même alinéa du texte unique en matière d'intermédiation financière italien qui pourtant ne contiennent pas ces mentions.

362. Un objet différent de celui des informations privilégiées que les émetteurs doivent publier : Il a été dit dans la première partie que la diffusion d'informations privilégiées par l'émetteur « *dans les plus brefs délais* » a pour but de prévenir les opérations d'initiés. Seulement, la lecture des définitions de l'information privilégiée utilisée dans le cadre des abus de marché et des dispositions relatives à la publication de telles informations montre que leurs objets ne se superposent pas parfaitement[160]. Alors que l'article 7, 1), a) du règlement (UE) du 16 avril 2014 vise l'information « *qui concerne, directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers* », l'article 17, 1) se limite aux informations qui concernent directement l'émetteur chargé de les publier. Il est possible de retrouver la même différence au sein des deux ordres juridiques nationaux. En France, l'article 223-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose lui aussi 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*** »[161]. De son côté, l'article 114 alinéa premier du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit que « *les émetteurs cotés communiquent au public, sans délai,* ***les informations privilégiées*** *dont il est question à l'article 181,* ***qui concernent***

[159] Même dictionnaire, consulté le 21 juin 2015.

[160] 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.

[161] Mis en gras par nous.

directement lesdits émetteurs et les sociétés par eux contrôlées »[162]. Ainsi, l'objet des renseignements que les sociétés cotées doivent diffuser est doublement réduit : d'une part, les instruments financiers qu'elles proposent au public sont exclus et, de ce fait, ne restent que les émetteurs ; d'autre part, le lien entre lesdites sociétés et le fait ou l'événement porté à la connaissance du public est immédiat du fait de la disparition de l'adverbe « *indirectement* »[163].

De même en Italie, l'article 66 du règlement « Émetteurs » qui indique les modalités de publication des informations privilégiées mentionne seulement celles qui ont trait à « *la réalisation d'un ensemble de circonstances ou d'un événement, bien qu'ils n'aient pas encore été actés* »[164], alors que l'information privilégiée objet des abus de marché regarde « *un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira* »[165]. Autrement dit, dans le cadre des opérations d'initié, sont également inclus dans l'objet de l'information privilégiée les faits susceptibles de se produire avec un certain degré de probabilité, alors qu'ils sembleraient exclus de celle qui doit être diffusée par les émetteurs en vertu de l'article 114 du texte unique en matière d'intermédiation financière[166].

363. Une disparité de champ d'application regrettable : L'absence d'unité de la notion d'information privilégiée quand elle se réfère à l'obligation d'information permanente des émetteurs et à l'objet des abus de marché est critiquable. Certes, les sociétés cotées sont soumises à des prescriptions nombreuses et pesantes en matière de communication financière à l'égard des investisseurs. Cependant, il est difficile de comprendre la logique qui guide les autorités et qui aboutit à inclure les instruments

---

[162] Mis en gras par nous. Texte original « […] *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. 1er, TUF).

[163] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 389.

[164] Texte original : « *al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati* » (art. 66, al. 1er, Règlement « Émetteurs »).

[165] Texte original : *« un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà* » (art. 181, al. 3, *a*), TUF).

[166] V. dans le même sens Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 14.

financiers proposés par les émetteurs dans l'objet de l'information utilisée pour caractériser les opérations d'initié, et à les évincer de celle qui doit être portée à la connaissance du public. De même, en Italie, le fait de limiter la publication des « *événements ou circonstances significatifs* »[167] aux faits qui se sont déjà produits réduit considérablement la portée d'une telle obligation et lui fait perdre de son intérêt : étant donné que l'anticipation de l'évolution des cours constitue la base de la prise de décision des investisseurs, il aurait été plus judicieux d'imposer également la diffusion de renseignements relatifs à des évènements futurs, dont la réalisation semble probable, bien que la façon dont ces événements sont susceptibles de se produire soit encore incertaine.

364. Une définition italienne plus large quant aux instruments financiers concernés ? : Jusqu'à récemment, toutes les dispositions définissant l'information privilégiée et les abus[168] auxquels elles peuvent donner lieu visaient l'émetteur ou ses « *instruments financiers* »[169]. De manière surprenante, et sûrement par maladresse, la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010[170], qui a étendu les délits d'abus d'informations privilégiées aux quotas d'émission des gaz à effet de serre, a par son article 9 remplacé, au sein de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, le terme d'« instruments » par celui de « titres ». Les deux réformes successives[171] n'ont pas rétabli la formulation originelle. Or, en France, les titres financiers[172] appartiennent à la catégorie des instruments financiers, avec les contrats financiers, au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, c'est-à-dire « *les contrats à terme contenus dans une liste fixée par*

---

[167] Texte original : « *Eventi o circostanze rilevanti* », intitulé des articles 114 du tetxe unique en matière d'intermédiation financière et 66 du Règlement « Émetteurs ».

[168] Art. L. 465-1, C. mon. fin. pour le délit français et 621-1 pour la définition française de l'information privilégiée pour le manquement correspondant ; art. 181, TUF pour la définition italienne de l'information privilégiée.

[169] L'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier, à titre d'exemple, mentionnait « les perspectives d'évolution **d'un instrument financier** admis sur un marché réglementé ».

[170] Loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247 du 23 oct. 2010 p. 18984.

[171] 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 ; loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0173 du 27 juil. 2013, p. 12530.

[172] Les titres financiers regroupent les titres de capital émis par les sociétés par action, les titres de créance à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse, ainsi que les parts ou actions d'organisme de placement collectif (art. L. 211-1, II, C. mon. fin.).

décret ». De ce fait, si l'on se réfère à la lettre du texte, les contrats financiers auraient été exclus du champ de la répression par la loi du 22 octobre 2010. La définition italienne de l'information privilégiée apparaîtrait plus large[173], en ce sens qu'elle comprend les actifs visés à l'article 1er, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière, qui correspondent à la fois aux titres financiers mentionnés par la disposition française, mais aussi aux contrats financiers[174] qui semblent à présent exclus du champ d'application de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier.

Néanmoins, si l'interprétation littérale de la disposition invite à évincer les contrats financiers de la répression, un certain nombre d'éléments incite à retenir une orientation opposée. En premier lieu, il convient de rappeler que la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 visait à mettre en conformité, par anticipation, le droit français à la directive et au règlement de l'Union européenne adoptés le 16 avril 2014[175]. Or, au sein de l'article 7, 1. du règlement qui donne la définition générale de l'information privilégiée, c'est toujours l'expression d'« *instruments financiers* » qui est employée. En deuxième lieu, pourquoi le législateur français aurait-il cherché à étendre le champ de la répression des abus d'informations privilégiées en incluant les quotas d'émissions de

---

[173] L'article 180, alinéa 1er, *a*) du texte unique en matière d'intermédiation financière explique comment doit être comprise la notion d'« instruments financiers » employée dans les dispositions consacrées aux abus de marché, en opérant un renvoi à l'article 1er, alinéa 2 du même texte. L'article dispose que « *Aux fins du présent titres, doivent être entendus par : a) instruments financiers : 1) les instruments financiers visés à l'article 1er, alinéa 2, admis aux négociations ou pour lesquels a été présentée une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé italien ou d'un autre pays de l'Union européenne, ainsi que tout autre instrument admis aux négociations ou pour lequel a été présentée une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé italien ou d'un autre pays de l'Union européenne ; 2) les instruments financiers visés à l'article 1er, alinéa 2 admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation italien, pour lesquels l'admission aux négociations a été demandée par l'émetteur ou autorisée* » ; texte original : « *Ai fini del presente titolo, si intendono per : a) strumenti finanziari : 1) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea ; 2) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammesi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente* » (art. 180, al. 1, *a*), T.U.F.).

[174] Sont notamment mentionnés les « *futures* », qui correspondent à des contrats à terme négociés sur les marchés réglementés.

[175] 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.

gaz à effet de serre, puis les instruments financiers négociés sur les systèmes multilatéraux de négociation, pour réduire d'autre part les instruments concernés, en amputant l'objet de l'information privilégiée de la catégorie des contrats financiers qui existait au préalable ? En troisième lieu, la définition de l'information privilégiée fournie par l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers se réfère bien aux « instruments financiers ». En quatrième et dernier lieu, si quant aux marchés réglementés « traditionnels » ne sont visés dans la disposition du Code monétaire et financier, que les titres financiers, c'est bien la notion d'« instruments financiers » qui est utilisée relativement aux quotas d'émission des gaz à effet de serre. Il serait donc illogique de considérer que le législateur n'ait pas voulu assurer une certaine cohérence entre les deux types de négociation. Par conséquent, si la prohibition de l'interprétation analogique en droit pénal empêche l'assimilation des contrats financiers aux titres visés à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, l'interprétation téléologique guidée par les récentes évolutions dans les ordres juridiques européen et interne recommande l'inclusion des contrats financiers dans l'objet de l'information privilégiée. Ainsi, il est possible de considérer que la définition italienne de l'information privilégiée, commune aux délits pénaux et aux manquements administratifs, ainsi que les deux définitions distinctes de l'ordre juridique français visent toutes deux les instruments financiers, ce qui semble caractériser une identité de l'objet de l'information privilégiée dans les deux États. Cependant, il faut tempérer cette conclusion puisque les définitions françaises et italiennes de l'information privilégiée générale ne paraissent pas couvrir exactement les mêmes plateformes de négociation.

365. Le rapprochement des définitions française et italienne de l'information privilégiée quant aux marchés réglementés : Les premières plateformes visées par l'ensemble des dispositions consacrées à la définition de l'information privilégiée ont été les marchés réglementés. Ils apparaissaient à la fois dans l'article 1er de la loi italienne n° 157 du 17 mai 1991[176], auquel renvoyait l'article 3 du même texte qui fournissait ladite définition. Il en était de même dans la réglementation française : les marchés réglementés étaient mentionnés dans l'article 611-1 du règlement général de l'Autorité

[176] 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.

des marchés financiers dans sa version initiale qui renvoyait à l'article 621-1 de ce texte, et dans l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier dans sa version issue de l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000[177] qui a créé ledit code. Toutefois, jusqu'à la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013[178], une distorsion de taille existait entre d'une part, le délit français et d'autre part, le manquement français et les abus d'informations privilégiées italiens : alors que ces derniers se référaient aux instruments financiers négociés sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché avait été demandée[179], le délit de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier ne visait que les instruments financiers déjà autorisés à être échangés sur ces plateformes. Les dispositions françaises légale et réglementaire ont été harmonisées, puisqu'à présent l'article L. 465-1 cite lui aussi les « *titres admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée* ». De même, à l'origine n'étaient concernés que les instruments financiers négociés sur les marchés réglementés français, mais l'article 611-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers s'est vu ajouté un *c*) par un arrêté du 30 décembre 2005[180] pour inclure dans l'objet de l'information privilégiée préalable au manquement administratif, les instruments « *admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée* ». En Italie, la loi n° 62 du 18 avril 2005[181] a engendré une autre modification en incluant aux côtés des marchés réglementés italiens, ceux « *des autres Pays de l'Union européenne* »[182]. En revanche, les délits français semblent toujours limités aux marchés réglementés français, puisque l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier renvoie à

---

[177] 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.

[178] Loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0173 du 27 juil. 2013, p. 12530.

[179] Art. 180, al. 1er, *a*), 1), TUF et art. 621-1, RG AMF par renvoi à l'art. 611-1, al. 1er, 2°, *a*) du même texte.

[180] Arrêté du 30 déc. 2005 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers**,** *J.O.R.F.* n° 15 du 18 janv. 2006, p. 675.

[181] 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.

[182] Texte original : « *in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea* » (art. 180, al. 1er, *a*), TUF).

l'article 421-1 du même code qui ne mentionne pas les marchés réglementés européens et qui est d'ailleurs contenu dans un chapitre intitulé « *Les marchés réglementés français* ».

366. Les disparités persistantes au sein des définitions française et italienne de l'information privilégiée relativement aux systèmes multilatéraux de négociation : En 2005, l'objet de la définition française de l'information privilégiée utilisée pour le manquement administratif a été élargi par un arrêté du 15 avril 2005[183] aux instruments financiers échangés sur les systèmes multilatéraux de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur une telle plateforme a été demandée. En Italie, cette réforme a été opérée plus tard, en 2009, par l'ajout d'un 2) à l'article 180, alinéa 1er, *a*) du texte unique en matiète d'intermédiation financière par le décret législatif n° 101 du 17 juillet 2009[184], mais de ce fait, la modification concernait à la fois les délits d'abus d'informations privilégiées et les manquements administratifs, puisque les articles 184 et 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière font tous deux référence aux articles 180 et 181 relatifs à la définition et au champ d'application de l'information privilégiée. En France, l'extension des délits d'abus d'informations privilégiées aux systèmes multilatéraux de négociation n'est intervenue que par le loi n° 2013-627 du 26 juillet 2013[185], mais l'ampleur de la répression n'atteint pas celle du versant pénal italien : en effet, l'article 180, alinéa 1er, a), 2) vise tous les systèmes multilatéraux de négociation, alors que les délits français concernent ceux « *qui se soumet*[tent] *aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou négociés sur un système multilatéral de négociation* », autrement dit les systèmes multilatéraux de négociation organisés au sens de l'article 524-1, alinéa 1er, 2° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Le manquement administratif français ne connaît pas pareille limite puisque l'article 611-1 qui détermine le champ d'application des abus de marché, et par là-même l'objet de

[183] Arrêté du 15 avr. 2005 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 94 du 22 avr. 2005, p. 7039.

[184] 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.

[185] Loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0173 du 27 juil. 2013, p. 12530.

l'information privilégiée, vise les systèmes multilatéraux de négociation sans aucune autre précision. Il y a là une première disparité entre la répression pénale française et la répression italienne. D'autres seront identifiées au moment de l'étude des informations privilégiées ayant des objets spécifiques.

Par conséquent, le champ d'application de l'information privilégiée italienne paraît plus large que celui de l'information française, notamment en ce que la première vise tous les systèmes multilatéraux de négociation alors que la seconde se limite aux plateformes organisées. Cependant, pour le moment, la législation française n'a pas étendu le domaine de l'information privilégiée aux instruments financiers négociés sur les marchés de gré à gré organisés (systèmes d'écnhage OTF), pas même dans la définition administrative de cette notion, ce qui indique qu'elles n'ont pas encore tenu compte des instruments financiers visés aux articles 1, 2., c) de la directive 2014/57/UE[186] et 2, 1., *c*), du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[187], auxquels ces deux textes s'appliquent pourtant[188]. Après avoir défini l'objet de l'information privilégiée, il convient d'en étudier les caractéristiques.

2. Les caractères communs aux définitions françaises et italiennes de l'information privilégiée

367. Les caractères de l'information privilégiée – En vertu de l'article 7, 1., a) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014, qui a repris l'exacte définition contenue dans l'article 1er, 1), alinéa 1er de la directive précédente n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, l'information privilégiée doit s'entendre d'« *une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique,*

[186] 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.

[187] 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.

[188] Toutefois, les deux dispositions évoquées font bien référence au champ de la répression des abus de marché, tant dans son versant administratif que dans son versant pénal, et non à l'objet de l'information privilégiée objet de certaines des infractions prévues par la directive et le règlement du 16 avril 2014, lequel reste délimité part l'article 7 dudit règlement.

serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ». En France et en Italie, les articles 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière, ont repris littéralement la disposition européenne. En revanche, aucune disposition du Code monétaire et financier français ne vient définir l'information privilégiée objet des délits pénaux ; pour préciser cette notion, la jurisprudence a repris les critères contenus dans le règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse relatif à l'utilisation des informations privilégiées[189]. Il convient de les reprendre une à une en commençant par le caractère non public de l'information (a), pour évoquer ensuite sa précision (b), sa sensibilité (c) et pour finir par l'appréciation objective dudit caractère privilégié (d).

a. La confidentialité de l'information

368. Le lien étroit entre la confidentialité de l'information et son caractère privilégié : L'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et l'article 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière vise tous deux l'information qui « *n'a pas encore été rendue publique* ». Selon l'autorité française, « l'information détenue doit être non publique, ce qui suppose que l'on ne puisse y accéder par aucun des moyens mis à la disposition du marché '(presse spécialisée, documents de référence et comptes publiés, analyses financières…)' »[190]. Cette acception de l'information privilégiée, relative au manquement administratif, est confirmée par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier qui prévoit que le délit d'initié est caractérisé lorsque les opérations boursières sont effectuées sur le marché « *avant que le public ait connaissance de ces informations* » et par la jurisprudence de la chambre criminelle de la Cour de cassation[191]. Le caractère de confidentialité est sans doute celui qui fait le plus écho à l'adjectif « privilégiée » qui qualifie l'information ; en effet, celui qui la possède est nécessairement en position avantageuse par rapport aux

[189] 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.

[190] Déc. AMF, 3 nov. 2004, *Vivendi Universal*.

[191] La Haute juridiction de l'ordre judiciaire français a explicitement mentionné la nécessité d'une information « confidentielle » aux fins de caractérisation d'une information privilégiée (Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635).

autres investisseurs auxquels il manque des renseignements pertinents pour leur prise de décision.

369. La perte de son caractère confidentiel par l'information : Les doctrines majoritaires française et italienne s'accordent à dire qu'une information perd son caractère confidentiel lorsqu'elle est disponible pour l'ensemble des investisseurs[192]. Par exemple, Filippo SGUBBI, Andrea Francesco TRIPODI et Désirée FONDAROLI ont affirmé que « Le principe général est donc celui selon lequel l'information cesse d'être privilégiée lorsqu'elle devient concrètement accessible au public »[193]. Dans le même sens, l'Autorité des marchés financiers considère qu'« une information conserve un caractère non public tant qu'elle n'est pas diffusée dans le public »[194]. En revanche, le fait que plusieurs personnes possèdent l'information privilégiée[195], notamment lorsqu'elles sont membre d'un organe collégial d'une société[196], n'enlève pas à l'information son caractère confidentiel. Comme les simples rumeurs sont exclues du domaine d'une telle information du fait de l'exigence de précision qui la caractérise[197], il semblerait que cela implique une publication par un communiqué officiel de la part de la société émettrice ou dans la presse spécialisée[198] ; « Toutefois, par exception, une

---

[192] V. en ce sens, pour exemple, Cass. sez. V, 20 genn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588 *Cass. pen.* sett. 2010, n. 9, pp. 3240-2360 ; *Banca P. spa e altri* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", pp. 979-989.

[193] Texte original : « ***Il principio generale è, dunque, quello secondo cui l'informazione cessa di essere privilegiata quando risulta concretamente accessibile al pubblico*** », *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 16. Dans le même sens, Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 389 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 628 ; Giovanni Maria FLICK, « Insider trading : problemi sostanziali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, p. 93.

[194] Déc. AMF, 29 mars 2007, *Banca Popolare*.

[195] Nicolas CATELAN, à propos de Cass. crim., 14 juin 2006, pourvoi n° 05-82453, *in* Philippe BONFILS, *Cours de droit pénal des affaires*, Montchrestien Lextenso éditions, éd. 2009, spéc. p. 381.

[196] V. en ce sens Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 446.

[197] V. *infra* §§ 396, pp. 56 s.

[198] Déc. COB, 24 juin 1993 X, « Considérant que la communication d'une information réservée à deux cents professionnels – analystes financiers et représentants de banques dans le cas particulier – ne suffit pas davantage à lui conférer un caractère public ; Considérant, en effet, que faute de garantir l'égale information des investisseurs, **la délivrance d'une information dans de telles conditions ne saurait se substituer à la publication d'un communiqué, seule modalité apte à assurer cette égale information**, conformément à l'article 8 du règlement n° 90-02 relatif à l'information du public »,

information devient publique même en l'absence de communiqué officiel lorsqu'elle est tout à fait accessible au public soit du fait de sa diffusion par différentes agences de presse ou réseaux électroniques soit via un recoupement d'autres informations publiques »[199]. Plus exactement, la confidentialité disparaît dès lors que la diffusion est survenue conformément aux modalités imposées par les autorités administratives de surveillance des marchés pour la communication des informations réglementées. Autrement dit, l'information devient publique quand elle est portée à la connaissance du public par le biais d'un communiqué diffusé transmis aux médias soit par les émetteurs eux-mêmes[200], soit par le biais d'un diffuseur professionnel[201], ou dans des journaux quotidiens nationaux[202], ou encore lorsqu'elle est mise en ligne sur le site Internet de l'émetteur[203]. En outre, la publication partielle d'une information dans un périodique au tirage limité et à audience restreinte ne lui enlève pas son caractère privilégié, car elle n'est pas « **confirmée par un communiqué officiel de la société** » et reste « **sans écho dans la presse spécialisée** »[204]. Au critère quantitatif de la diffusion, s'ajoute un critère qualitatif, puisque la détention d'une information privilégiée par plusieurs actionnaires d'une même société ne lui fait par perdre sa confidentialité[205]. Au contraire, la révélation

---

Bull. Joly Bourse 1er nov. 1993, n° 6, p. 756, note Nicole DECOOPMAN ; CA Paris, 26 mai 1977, 2° espèce, *JCP* 1978, II, 18789, note André TUNC ; *D.* 1978, jurisp. p. 379, note Bernard BOULOC ; dans le même sens, au sein de la doctrine française Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *op. cit.*, p. 446 ; Wilfrid JEANDIDIER, *Précis de droit pénal des affaires*, Dalloz, 6° éd., 2005, p. 154 ; Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2013, p. 687.
Pour l'Italie, Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, p. 16.

[199] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 63 ; Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *op. cit.*, p. 698.

[200] Art. 221-4, II, al. 2, RG AMF et art. 65-*sexies*, Règlement « Émetteurs ».

[201] Art. 221-4, IV, RG AMF et art. 65-*quinquies* du même règlement.

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

[203] Art. 221-3, II, RG AMF et art. 66, Règlement « Émetteurs » par renvoi à l'article 65-*bis*, al. 3, du même règlement, même si relativement aux émetteurs dont les instruments financiers sont négociés sur un marché réglementé, la seule mise en ligne de l'information ne suffit pas à remplir assurer la « *diffusion effective et intégrale* » exigée par l'Autorité des marchés financiers, contrairement à ce qui vaut pour les systèmes multilatéraux de négociation.
Toutefois, certains auteurs estiment que la diffusion d'une information par un tiers suffit à lui faire perdre son caractère privilégié, ce qui ne semble pas cohérent puisque seuls les émetteurs et leurs dirigeants sont soumis à l'obligation de révéler de telles informations dès qu'ils en ont connaissance. Parmi ces auteurs, Fabrizio HINNA-DANESI, « Le délit d'initié : droit italien », *LPA* 15 juin 1994, n° 71 ;

[204] CA Paris, 26 mai 1977, 2° espèce ; *JCP* 1978, II, 18789, note André TUNC ; *D.* 1978, jurisp. p. 379, note Bernard BOULOC.
Cf. également Fiche « Les manquements relevant de la compétence de l'AMF », source : http://amf-france.org, mise en ligne le 18 oct. 2010 et actualisée le 28 février 2011.

[205] CA Paris, 14 janv. 1993 ; *Gaz. Pal.* 1993, n° 1, p. 198, note Jean-Pierre MARCHI.

d'une offre imminente au public de titres financiers par une agence de notation caractérise la publicité de l'information la concernant[206]. Enfin, selon la jurisprudence italienne, une information n'est pas considérée comme publique « lorsqu'il s'agit de renseignements fournis par les journalistes à eux transmis sans possibilité de contrôler de façon efficace la fiabilité de la source » ou de « rumeurs annonymes qui, elles aussi sont habituellement considérées, par les opérateurs boursiers, comme révélatrices d'un évènement. Il s'agit en effet d'informations insusceptibles d'être vérifiées de façon rigoureuse notamment parce qu'elles sont souvent le fruit d'une amplification fictive et répétée de l'information, quand elles ne sont pas diffusées à de pures fins spéculatives »[207].

B-

C- La précision de l'information

370. La caractérisation de la précision de l'information par référence à son objet : Les textes européens, repris par les règlements de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob, ont précisé ce qui devait être entendu par « *information précise* ». L'article 7, 2. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[208] distingue selon que l'information concerne un évènement instantané ou un processus complexe comprenant diverses étapes. En vertu de cette disposition, « *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*

[206] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *op. cit.*, p. 66.

[207] Texte original : « ***quando si tratti di dati giornalistici acquisiti de relato senza possibilità di controllo efficace sulla fondatezza della fonte*** » [o di] « ***anonimi rumors che, pur usualmente sono considerati, nell'ambito degli operatori della Borsa, indicativi di un fatto. Si tratta infatti di ragguagli insuscettibili di stringente verifica anche perché sovente frutto di una alimentazione fittizia o circolare dell'informazione, se non proprio finalisticamente indirizzati a fini speculativi*** », à propos de Cass. sez. V, 20 genn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588 *Cass. pen.* sett. 2010, n. 9, pp. 3240-2360 ; Banca P. spa e altri ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", pp. 979-989.

[208] 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.

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 »[209]. Elles ont donc pour objet des « éléments nécessairement caractérisés par un fort degré d'objectivité »[210]. Les informations privilégiées concernent ainsi deux catégories d'évènements parfois très divers : soit « les informations ayant trait à des faits provoqués par l'émetteur ou issus [de son activité] ou qui en tout état de cause regardent ses titres » (*corporate informations*)[211] telles que par exemple « l'existence d'un décalage significatif entre les attentes du marché à propos du taux de marge opérationnelle de la société »[212] ou « la connaissance d'un ordre d'achat ou de vente portant sur une quantité significative de titres »[213] ; soit « les informations de portée générale ayant trait aux conditions [de négociation] sur les marchés dans leur globalité ou se référant au secteur particulier dans lequel opère l'émetteur » (*market informations*)[214]. Ainsi, à titre d'exemple, sera considérée comme « précise l'information selon laquelle l'émetteur est dans l'impossibilité avérée d'atteindre les objectifs ou prévisions annoncés au marché »[215].

---

[209] L'article 1er de la directive n° 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 (directive 2003/124/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 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) diposait déjà que « *1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE, une information est réputée « à caractère précis » si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ». Il s'agit donc d'une simple adaptation de la définition, par le règlement du 16 avril 2014, à l'élargissement du champ de la répression des abus de marché.

[210] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 388.

[211] Texte original : « ***le informazioni afferenti fatti generati o provenienti dalla società emittente o comunque riguardanti i suoi titoli*** », *in* Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 993-994.

[212] Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-28375, inédit.

[213] Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 2° éd., 2010, p. 421.

[214] Maria Letizia ERMETES, *op. cit.*, p. 993-994.

[215] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 47. Il en est de même de la lettre d'intention. Selon ces auteurs, « La lettre d'intention est une proposition présentant les différentes modalités, notamment financières, auxquelles le candidat acquéreur est prêt à envisager l'opération. Cette lettre qui n'engage pas juridiquement l'acquéreur ouvre

En réalité, la définition n'a pas réellement évolué par rapport à la directive n° 2003/124/CE du 22 décembre 2003[216] qui posait la même définition dans son article premier ; ont seulement été ajoutées les références aux contrats au comptant sur matières premières et aux enchères basées sur les quotas d'émission du fait de l'extension du champ d'application de la répression des abus de marché opérée par les articles 1 et 2 du règlement du 16 avril 2014. Par conséquent, il est aussi fait référence aux objets spécifiques de l'information privilégiée, qui existent aux côtés de la définition générale, objets auxquels s'appliquera donc l'exigence de précision. L'article 621-1, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers a repris le texte européen dans les mêmes termes, mais les références aux contrats sur matières premières[217] et aux quotas d'émission de gaz à effet de serre[218] sont contenues dans des articles distincts. Quant à l'article 181, alinéa 3 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien, il a conservé pour le moment la forme contenue dans la directive précédente du 28 janvier 2003. La règle devrait toutefois être modifiée d'ici peu puisque le règlement européen produira ses effets en droit interne à partir du 3 juillet 2016.

371. L'exclusion des rumeurs du champ d'application de l'information privilégiée : Par conséquent, l'information peut être liée aux affaires internes de la société émettrice, ou concerner un fait qui lui est extérieur. Il peut s'agir par exemple de l'obtention d'un marché public important par la société émettrice, ou de l'entrée en fonction d'un

véritablement les négociations avec le vendeur. Elle marque la deuxième étape du processus de vente dont la première est la signature de la lettre de confidentialité. L'ouverture de négociations sérieuses (sur la base d'une proposition initiale) confère projet à caractère précis », *op. cit.*, pp. 50-51.

[216] 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.

[217] L'article 621-2 du même règlement regarde les instruments financiers dérivés sur produits de base et les contrats commerciaux.

[218] L'article 742-2 du règlement précité dispose qu'« *une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le prix auquel les offres seraient faites sur le compartiment enchères ou sur le cours des quotas d'émission concernés ou des contrats financiers ayant pour sous-jacent un quota d'émission* ». Cet article était déjà présent bien avant l'adoption du règlement européen du 16 avril 2014 puisqu'il avait été ajouté un arrêté du 22 février 2011 (arrêté du 22 fév. 2011 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0051 du 2 mars 2011, p. 3827).

dirigeant très apprécié du marché, d'une prise de contrôle d'une société par une autre, du retrait d'un actionnaire important, etc. La précision exclut les rumeurs du concept d'information privilégiée[219], ce qui s'explique aisément : la rumeur peut s'entendre de la « nouvelle [...] qui se répand dans le public, dont l'origine est inconnue ou incertaine et la véracité douteuse »[220]. Si l'absence d'indication sur la source des rumeurs n'a pas systématiquement de répercussion sur la précision de l'information, il n'en est pas de même de leur manque de fiabilité qui empêchera une réelle prise en compte de leur existence, et par conséquent, une anticipation pertinente des effets susceptibles d'être produits lors de leur diffusion. C'est pourquoi elles sont exclues de l'objet de l'information privilégiée.

De même, sont exclues les informations formulées en des termes génériques et dont l'objet est trop vaste. Comme pour les rumeurs, de tels renseignements ne mettent pas en mesure leur détenteur de tirer des conclusions sur l'effet possible que pourrait produire leur révélation sur le cours des instruments financiers auxquels ils se rattachent directement ou indirectement. Cette position, confortée par la doctrine[221], a également été rappelée il y a peu de temps par la Cour de justice de l'Union européenne par décision du 11 mars 2015, où elle a décidé que l'article 1er, 1. de la directive n° 2003/124/CE[222] « n'exclut de la notion d'« information privilégiée » que des

---

[219] V. pour un exemple italien : Cass. sez. V, 20 genn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588 *Cass. pen.* sett. 2010, n. 9, pp. 3240-2360 ; *Banca P. spa e altri* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", pp. 979-989. En doctrine, cf. Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2° ed., 2013, p. 9 ; 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. 88.

En France, v. en ce sens Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 446 ; Wilfrid JEANDIDIER, *Précis de droit pénal des affaires*, Dalloz, 6° éd., 2005, p. 154 ; Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 686.

[220] Dictionnaire en ligne Larousse (http://www.larousse.fr), consulté le 7 septembre 2015.

[221] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 388 ; Melissa MIEDICO, « Gli abusi di mercato », *in* Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 76 ; Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 993.

[222] 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.

informations vagues ou générales, qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés »[223].

372. L'absence de corrélation parfaite entre précision et certitude de l'information : L'information privilégiée n'a pas à être certaine, ni complète[224]. Il n'en a pas toujours été ainsi. Les décisions jurisprudentielles plus anciennes caractérisaient la certitude des faits objet de l'information[225]. Par la suite, cette exigence a été abandonnée : à titre d'exemple, la chambre criminelle de la Cour de cassation admet qu'elle puisse se rapporter à « un projet suffisamment élaboré pour être mené à son terme même si des aléas sont toujours possibles »[226], ce qui ammène à traiter de l'information relative à un processus complexe. La doctrine actuelle se positionne également dans le sens de l'absence de nécessité que l'information soit certaine[227]. Par exemple, les auteurs Filippo SGUBBI et Andrea Francesco TRIPODI expliquent que les projets ou opérations financières élaborés au sein d'une entreprise n'ont pas à être validés par le conseil d'administration pour atteindre le degré de précision nécessaire à la caractérisation de l'information privilégiée[228]. Toutefois, une décision assez récente d'un tribunal correctionnel français a, de façon surprenante, de nouveau caractérisé le caractère certain de l'évènement objet de l'information[229]. Cette décision va à l'encontre de la définition privilégiée donnée par l'article 621-1, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 181, alinéa 3 du texte unique en matière

---

223 C.J.U.E., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers* ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359, obs. Frédéric STASIAK ;

224 Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, pp. 685-686.

225 V. pour exemples : CA Paris, 30 mars 1977, *JCP G* 1978, II, n° 18 789, note André TUNC ; TGI Paris, 3 déc. 1993, *Gaz. Pal.* 1994, n° 1, p. 352, note Jean-Pierre MARCHI.

226 Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82453, *Soros* ; *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 ; *Dr. sociétés* 2006, comm. 132, obs. Renaud SALOMON ; *AJ pén.* 2006, p. 364, obs. Guillaume ROYER ; *Rev. sociétés* 2007, p. 125, obs. Bernard BOULOC ; *Banque et droit* sept.-oct. 2006, p. 60 ; *RTD fin.* 2006, n° 2, p. 124, obs. Nicolas RONTCHEVSKY ; *JCP E* 2007, comm. 1146, Guillaume ROYER ; *RTD com.* 2007, p. 251.
V. également Déc. AMF, 25 juin 2009, *MM. A et B* ; *Bull. Joly Bourse*, 15 déc. 2009, n° 6, p. 458, note Dominique BOMPOINT.

227 Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 447.

228 Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 61.

229 TGI Paris, 21 janv. 2011 ; *Bull. Joly sociétés* mars 2011, n° 3, p. 210, note Jean-François BARBIERI ; *Bull. Joly Bourse* avr. 2011, p. 236, note Jérôme LASSERRE-CAPDEVILLE ; *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, p. 571-577, obs. Frédéric STASIAK.

d'intermédiation financière qui indiquent, à l'égard du caractère de précision de l'information, qu'elle doit se référer à des circonstances ou évènements qui se sont déjà produits ou « *susceptibles de se produire* », ce qui confirme l'admission des évènements incertains.

373. Les renseignements concernant un évènement composé de plusieurs étapes : L'article 7, 2. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 a consacré une solution dégagée par la Cour de justice de l'Union européenne dans sa jurisprudence *Daimler* du 28 juin 2012[230]. Le texte dispose que « […] *dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes visant à donner lieu à, ou résultant en certaines circonstances ou un certain événement, ces circonstances futures ou cet événement futur peuvent être considérés comme une information précise, tout comme les étapes intermédiaires de ce processus qui ont partie liée au fait de donner lieu à, ou de résulter en de telles circonstances ou un tel événement* ». Cette disposition censée éclairer le juriste et le praticien est rédigée d'une façon pour le moins obscur[231], en tout cas de façon moins compréhensible par rapport à la formule de la Cour de justice dont elle s'inspire. Heureusement, le seizième considérant du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 a également prévu cette hypothèse particulière ; il dispose que « *Lorsque des informations privilégiées portent sur un processus qui se déroule par étapes, chaque étape*

---

[230] C.J.U.E., 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Geltl c. Daimler AG* ; *D.* 12 juil. 2012, n° 27, p. 1736 ; *D. act.* 5 sept. 2012, note Caroline FLEURIOT ; *RLDA* sept. 2012, n° 74, obs. Victoria MAURIES ; *Rev. sc. crim* 16 août 2013, n° 2, p. 377-381, obs. Jean-Marie BRIGANT et Frédéric STASIAK ; *JCP E* 30 août 2012, n° 35, somm. 1502 ; *RD banc. fin.* sept. 2012, n° 5, comm. 174, Thierry BONNEAU ; *RD banc. fin.* nov. 2012, n° 6, comm. 175, Antoine GAUDEMET ; *Europe* août 2012, n° 8-9, comm. 325, Marie MEISTER ; *Bull. Joly Bourse* 1er oct. 2012, n° 10, p. 398, note Stéphane TORCK. La Cour de justice de l'Union européenne y avait décidé que « doivent être interprétés en ce sens que, s'agissant d'un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement, peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions non seulement cette circonstance ou cet événement, mais également les étapes intermédiaires de ce processus qui sont liées à la réalisation de ceux-ci ».

[231] La version italienne du règlement apparaît un plus intelligible : « […] *dans le cadre d'un processus prolongé dans le temps finalisé à mettre en œuvre ou à entraîner une circonstance particulière ou un évènement particulier, cette future circonstance ou ce futur évènement, ainsi que les étapes nécessaires de ce processus liées à la mise en œuvre ou à la survenance de la circonstance ou de l'évènement futur, peuvent être considérés comme des informations ayant un caractère précis* » ; texte original : « […] *nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso* ».

du processus aussi bien que le processus dans son ensemble pourraient constituer une information privilégiée. Une étape intermédiaire dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes peut en soi constituer un ensemble de circonstances ou un événement qui existe, ou pour lequel il existe une perspective réaliste qu'il va se réaliser ou survenir, sur la base d'une évaluation globale des facteurs existants au moment opportun ». Elle se réfère, notamment, aux opérations qui s'étalent dans le temps et qui impliquent l'accomplissement d'actes préalables une mise en œuvre progressive afin de parvenir au résultat souhaité[232]. Afin de faciliter l'identification des situations visées par les autorités européennes, le règlement précité contient quelques exemples : à titre d'illustration, peuvent caractériser une information privilégiée « *l'état d'avancement des négociations des contrats* » et « *les modalités temporaires relatives au placement d'instruments financiers* »[233], ou encore « les contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de cet émetteur pour devenir effectifs »[234]. Dans cette hypothèse, chacune des actions réalisées pourrait représenter un fait assez précis pour constituer l'objet d'une information privilégiée. D'ailleurs, l'article 7, 3. du règlement précité, en accord avec le contenu du seizième considérant du même texte[235], ajoute qu'« *Une étape intermédiaire d'un processus en plusieurs étapes est réputée constituer une information privilégiée si, en soi, cette étape satisfait aux critères relatifs à l'information privilégiée visés au présent article* ». Ce fait doit donc être précis tel que juste avant défini, mais également confidentiel et susceptible de provoquer une altération du cours des instruments financiers auxquels il est directement ou indirectement lié.

374. L'ambivalence de la notion d'information privilégiée relative à un processus s'étalant dans le temps : Pour autant, une telle donnée doit-elle être publiée par les émetteurs au titre de leur obligation d'information permanente, posée par les articles 223-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers pour le droit français et

---

[232] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, pp. 10-11.

[233] Considérant n° 18 du règlement (UE) 596/2014 du 16 avril 2014 précédemment cité.

[234] Jean-Marie BRIGANT, Frédéric STASIAK, « Notion d'information privilégiée : les précisions de la CJUE », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, p. 377-380.

[235] Le seizième considérant précise dans son ultime phrase que « *Une étape intermédiaire devrait être réputée constituer une information privilégiée si, par elle-même, elle réunit les critères prévus dans le présent règlement concernant les informations privilégiées* ».

114 du texte unique en matière d'intermédiation financière pour le droit italien ? Il est vrai que les données relatives à l'étape intermédiaire d'un processus, si elles revêtent l'ensemble des caractéristiques de l'information privilégiée, devraient être publiées. C'est d'ailleurs ce qu'affirment certains auteurs[236] ; d'autres, à l'inverse, regrettent la dualité de la notion en fonction de ce qu'elle se réfère aux opérations d'initié – et impliquent un comportement d'abstention de la part de ses détenteurs – ou à l'obligation d'information permanente des émetteurs pour laquelle, cependant, elle ne s'avère pas assez précise pour être publiée, puisque seul compte le projet final dans lequel s'inscrit l'étape qui en constitue l'objet[237]. Marie-Noëlle DOMPE et Nicolas MENNESSON[238] se prononcent en ce sens et critiquent âprement cette consécration de la

---

[236] V. pour exemple Thierry BONNEAU qui considère que « l'existence d'un aléa quant à la réalisation effective d'un événement, d'un projet ou d'une décision n'empêche pas l'information de revêtir un caractère précis. La question [...] se pose toutefois de savoir à partir de quel moment, à partir de quelle étape, un projet ou une décision est suffisamment précis pour être considéré comme une information privilégiée devant être portée à la connaissance du public », *in* « Notion d'information à caractère précis », *RD banc. fin.* sept. 2012, n° 5, comm. 174.

[237] Cf. Stéphane TORCK qui a en premier lieu évoqué la proposition de directive n° 2011/297 COM du 20 octobre 2011, qui a donné lieu au seizième considérant du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 et à son article 7, 2. et 3. : « Le considérant 14 de la proposition de règlement vise l'état d'avancement des négociations de contrats et la possibilité de placement d'instruments financiers mais il n'est pas difficile de se convaincre que la liste n'est pas exhaustive. Partant du constat que ces informations, que nous qualifierons de pré-privilégiées, sont utiles pour les investisseurs, il est proposé de leur appliquer l'obligation d'abstention mais pas l'obligation de publication, faute pour celles-ci d'être suffisamment précises. C'est ainsi que la proposition de règlement entend briser le couple obligation d'abstention/obligation de publication alors qu'une information qui est privilégiée l'est en principe *erga omnes*. Surtout, elle prétend anticiper dangereusement la caractérisation de l'information privilégiée ou réputée telle à un moment où ses éléments constitutifs ne sont pas réunis et où, par voie de conséquence, l'intégrité du marché n'est pas en cause ; confondant ainsi l'information utile pour le marché et celle qui lui est nécessaire », *in* « Droit communautaire : de la lettre à l'action », *Rev. dr. banc. et fin.* mars 2013, n° 2, dossier 17 (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).
Il a par la suite ajouté à l'occasion de la jurisprudence *Daimler* de la Cour de justice de l'Union européenne qu' « en présence d'un événement futur dont la survenance s'inscrit dans un processus nécessitant la réalisation de plusieurs étapes, c'est bien le résultat final, attendu, qui vient constituer l'information privilégiée et non pas le ou les faits bruts qui le préparent ou l'annoncent, autrement dit le ou les faits qui, détachés de leur cause ou de leur finalité, seraient pour cette raison dépourvus de sens concret », *in* « Information privilégiée : les étapes d'un processus s'étalant dans le temps peuvent-elles constituer une information précise, indépendamment ou au même titre que l'événement futur auquel elles se rapportent ? », *Bull. Joly Bourse* 1er oct. 2012, n° 10, p. 398.

[238] Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse* 1er sept. 2015, n° 9, pp. 385-394.

jurisprudence *Daimler*[239] par le règlement (UE) n° 596/2014[240] arguant du fait qu'« il faut n'avoir jamais participé à l'élaboration d'une opération financière pour ériger en information privilégiée une étape d'un tel processus. Nombre d'opérations, en particulier les prises de contrôle par voie d'offre publique, s'étalent souvent sur des mois. Le projet se fait jour, puis est écarté, avant d'être réactivé. In fine, le projet est réalisé, ou non ; et il est la suite logique, ou non, des étapes qui se sont succédées depuis sa conception. Aussi, faire de chaque étape intermédiaire d'un processus évolutif d'une opération financière une possible information privilégiée est un non-sens car de tels projets sont en perpétuel changement et n'ont parfois aucune chance d'aboutir ». Il est vrai que la diffusion d'une telle information peut s'avérer dangereuse pour ces derniers : les émetteurs doivent se livrer à une tâche d'équilibriste en délivrant au public les renseignements nécessaires au fonctionnement équitable et régulier des marchés, sans pour autant les révéler de façon prématurée au risque de divulguer des informations qui s'avèreront pas la suite inexactes ou trompeuses. Ainsi, selon Jean-Marie BRIGANT et Frédéric STASIAK, « toute la question est de savoir quel niveau de protection accorder aux investisseurs afin qu'ils maintiennent leur confiance dans le fonctionnement des marchés financiers : une protection minimale supposerait de fixer l'étape intermédiaire, caractéristique d'une information privilégiée, en aval du processus ; une protection maximale nécessiterait de la situer très en amont »[241]. Il convient cependant d'admettre que la recherche de la transparence à tout prix ne doit pas nuire à la qualité de l'information. Un tel risque pourrait se vérifier en cas de publication de données relatives aux toutes premières étapes d'un long processus, lesquelles peuvent s'avérer précises au moment où elles sont connues mais totalement incertaines en raison du manque d'éléments empêchant

---

[239] C.J.U.E., 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Geltl c. Daimler AG* ; *D.* 12 juil. 2012, n° 27, p. 1736 ; *D. act.* 5 sept. 2012, note Caroline FLEURIOT ; *RLDA* sept. 2012, n° 74, obs. Victoria MAURIES ; *Rev. sc. crim* 16 août 2013, n° 2, p. 377-381, obs. Jean-Marie BRIGANT et Frédéric STASIAK ; *JCP E* 30 août 2012, n° 35, somm. 1502 ; *RD banc. fin.* sept. 2012, n° 5, comm. 174, Thierry BONNEAU ; *RD banc. fin.* nov. 2012, n° 6, comm. 175, Antoine GAUDEMET ; *Europe* août 2012, n° 8-9, comm. 325, Marie MEISTER ; *Bull. Joly Bourse* 1er oct. 2012, n° 10, p. 398, note Stéphane TORCK.

[240] Art. 7, 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) 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.

[241] Jean-Marie BRIGANT, Frédéric STASIAK, « Notion d'information privilégiée : les précisions de la CJUE », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, p. 377-380.

les dirigeants de garantir l'évolution du projet dans le sens envisagé. Pour autant, si la finalité de l'incrimination des abus d'informations privilégiées réside dans la protection de l'égalité des investisseurs face à l'accessibilité à l'information financière, il n'y a aucune raison de préserver la confidentialité du processus en cours, puisque la solution contraire aboutirait à faire perdurer l'asymétrie d'information existante. Les deux auteurs à peine cités se prononcent dans le même sens et considèrent que « l'on perçoit mal pourquoi seul le résultat final importerait, sauf à vouloir accentuer le déséquilibre entre les investisseurs bénéficiant d'un avantage informationnel, parce que situés au cœur du processus en cours, et les autres investisseurs qui ne seraient pas en mesure d'accéder aux mêmes informations »[242].

375. Les imperfections relatives au caractère de précision de l'information privilégiée liée aux évènements futurs : Le caractère de précision est emprunt de subjectivité du fait de l'emploi des formules « *susceptible de se produire* », pour l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés français, et « *dont on peut raisonnablement prévoir qu'il se réalisera* » du texte unique en matière d'intermédiation financière italien. Il n'est d'ailleurs pas certain que les expressions française et italienne coïncident totalement : la première d'entre elles semble évoquer une possibilité objective liée à la nature de la circonstance ou de l'événement à venir, alors que la seconde paraît faire référence – puisqu'est employé l'adverbe « raisonnablement » – à l'estimation de la probabilité de survenance de ladite circonstance ou dudit événement par une personne rationnelle. En France, semble donc prise en considération une caractéristique intrinsèque de l'événement ou de la circonstance, alors qu'en Italie, c'est un standard, lequel semble résider dans un investisseur rationnel, qui constitue le paramètre d'estimation de la possibilité que l'événement ou la circonstance survienne, paramètre qui sera d'ailleurs de nouveau utilisé au moment de l'appréciation du caractère sensible de l'information. Ces auteurs considèrent que les vocables utilisés par le législateur italien sont flous, et ne permettent pas de comprendre ce que constitue exactement une information précise, au motif que « […] le législateur a introduit le paramètre de la prévisibilité raisonnable des faits futurs, mais celui-ci apparaît vague et inapplicable dans ce contexte-ci : la tentative d'effectuer une prévision est

[242] *Ibid*.

rendue vaine par l'irrationalité qui caractérise souvent les phénomènes financiers »[243].

376. Une contrariété au principe de légalité criminelle dénoncée par la doctrine : Selon certains auteurs italiens[244], l'approximation contenue dans la disposition relative à la précision de l'information privilégiée pourrait faire douter de sa conformité au « principe de précision » (*principio di determinatezza*). Ce concept renvoie à l'impératif de qualité de la loi, qui constitue l'un des aspects du principe de légalité criminelle, et qui implique que les textes d'incrimination soient rédigés en des termes clairs et précis[245], afin que tout individu puisse aisément distinguer les comportements licites de ceux qui ne le sont pas.

Les doutes émis relativement à la clarté de ces dispositions sont compréhensibles, mais ils peuvent sûrement être nuancés, en ce sens que la disposition en cause semble faire référence à un évènement, certes éventuel, mais crédible et fondé sur des hypothèses tangibles. En effet, l'aléa demeure inhérent aux opérations pratiquées sur les marchés financiers ; c'est pourquoi, la certitude de l'évènement n'est pas requise et la probabilité qu'il se vérifie est suffisante. Il est donc possible de retrouver ici une distinction identique à celle qui était opérée lorsqu'était appréciée la précision exigée par les autorités administratives[246] pour les informations à diffuser par les émetteurs : les données historiques sont précises lorsqu'elles mentionnent à la fois la description générale de l'événement principal et les modalités de sa survenance ou de son exécution, alors que les données prospectives doivent simplement être fiables et crédibles, ce qui suppose qu'elles soient fondées sur des éléments objectifs et exacts permettant la formulation d'hypothèses crédibles dont la réalisation est clairement envisageable.

---

[243] Texte original : « [...] ***il legislatore ha introdotto il parametro della ragionevole prevedibilità di fatti futuri, ma esso nel contesto in esame appare vago e impraticabile : il tentativo di effettuare una previsione è vanificato dall'irragionevolezza che spesso caratterizza i fenomeni finanziari*** », *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 10.

[244] 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. 340.

[245] Giovanni FIANDACA, Enzo MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, Zanichelli, 6ª ed., 2010, pp. 79-80 ; Rossana PETRUCCI (a cura di) AA.VV., *Diritto penale. Parte generale*, Napoli, Edizioni giuridiche Simone, 19ª ed., 2009, p. 29.

[246] Art. 223-1, RG AMF et art. 65-*bis* et 66, 2, *a*), Règlement « Émetteurs ».

377. Les critiques de la précision de l'information privilégiée tirées de « l'effet possible » : L'utilisation de l'adjectif « *possible* », qui qualifie l'impact que pourrait produire la diffusion desdits renseignements sur les instruments financiers concernés ou sur ceux qui leur sont liés, renforce le constat d'imprécision qui caractérise l'information privilégiée, imprécision qui engendre encore aujourd'hui une insécurité juridique certaine[247]. Cette exigence de pouvoir anticiper les effets susceptibles de se réaliser une fois l'information publiée constitue le second aspect de la précision. Sur ce point, l'expression « effet possible » laisse planer un doute qui a d'ailleurs été dissipé, non sans critique[248], par la Cour de justice de l'Union européenne dans deux décisions du 28 juin 2012[249] et du 11 mars 2015[250] : fait-elle référence à la simple probabilité que l'événement survienne ou non, ou évoque-t-elle également le sens et l'intensité de la variation des cours susceptibles d'être engendrée par la publication de l'information ?

378. La précision de l'information privilégiée et l'intensité de l'« effet possible » : Dans la première décision, déjà citée relativement aux informations privilégiées ayant pour objet les étapes intermédiaires d'un processus s'étalant dans le temps, la Cour de justice évoque la question de l'ampleur de l'effet qui serait susceptible de se produire si l'information privilégiée était diffusée. Sur ce point, elle considère que « la notion « d'un ensemble de circonstances [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira » vise les circonstances ou les événements futurs dont il apparaît, sur le fondement d'une appréciation globale des éléments déjà disponibles, qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront. Toutefois, il n'y a pas lieu

---

[247] Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 475 ; Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 54.

[248] V. pour exemple Nicolas MENNESSON, « Information privilégiée : bonne ou mauvaise nouvelle ? », *JCP E* 31 mai 2012, n° 22, étude 1348.

[249] C.J.U.E., 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Geltl c. Daimler AG* ; *D.* 12 juil. 2012, n° 27, p. 1736 ; *D. act.* 5 sept. 2012, note Caroline FLEURIOT ; *RLDA* sept. 2012, n° 74, obs. Victoria MAURIES ; *Rev. sc. crim* 16 août 2013, n° 2, p. 377-381, obs. Jean-Marie BRIGANT et Frédéric STASIAK ; *JCP E* 30 août 2012, n° 35, somm. 1502 ; *RD banc. fin.* sept. 2012, n° 5, comm. 174, Thierry BONNEAU ; *RD banc. fin.* nov. 2012, n° 6, comm. 175, Antoine GAUDEMET ; *Europe* août 2012, n° 8-9, comm. 325, Marie MEISTER ; *Bull. Joly Bourse* 1er oct. 2012, n° 10, p. 398, note Stéphane TORCK.

[250] C.J.U.E., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers* ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359, obs. Frédéric STASIAK.

d'interpréter cette notion en ce sens que doit être prise en considération l'ampleur de l'effet de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ». Une telle solution est tout à fait acceptable au vu des nombreuses circonstances susceptibles d'amplifier, ou au contraire d'atténuer, l'effet d'une annonce ; il semble de ce fait difficile de quantifier l'intensité d'un effet dont il est déjà incertain qu'il se produise au moment de la publication des données concernées. De plus, la position inverse aurait conduit à confrondre la précision de l'information avec le caractère de sensibilité, qui suppose que celle-ci soit de nature à influencer de façon significative le cours des instruments financiers qui en constituent l'objet ou qui sont liés à ces derniers[251].

379. La précision de l'information privilégiée et le sens de la potentielle variation des cours : La seconde décision, qui traite quant à elle, de la possibilité de déduire de l'information le sens de la variation de cours potentielle, fait suite à une question préjudicielle posée par les juridictions françaises dans le cadre d'une affaire où les requérants affirmaient que les dispositions européennes relatives à la précision de l'information impliquaient, pour que celle-ci soit qualifiée de privilégiée, qu'il soit possible de déduire des événements ou circonstances objet de l'information, le sens de la variation des cours qui surviendrait potentiellement. La Cour de justice a contredit le raisonnement en décidant que les textes litigieux « n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis au sens de ces dispositions, qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques »[252]. Il est donc suffisant que le détenteur de l'information puisse envisager avec un certain degré de probabilité que la diffusion impactera le cours des instruments financiers auxquels elle se réfère ou celui des valeurs qui leur sont liées.

---

[251] Cf. en ce sens, Jean-Marie BRIGANT, Frédéric STASIAK, « Notion d'information privilégiée : les précisions de la CJUE », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, p. 377-380 ; Stéphane TORCK, « Information privilégiée : les étapes d'un processus s'étalant dans le temps peuvent-elles constituer une information précise, indépendamment ou au même titre que l'événement futur auquel elles se rapportent ? », *Bull. Joly Bourse* 1er oct. 2012, n° 10, p. 398.

[252] C.J.U.E., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*, § 38 ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359, obs. Frédéric STASIAK.

380. Le caractère approprié de la portée du caractère de précision de l'information : La solution retenue par la Cour de justice réduit de façon considérable la portée du caractère de précision de l'information, puisqu'elle tend à le rapprocher du critère de sensibilité de l'information, qui suppose cette dernière soit de nature à entraîner une altération des cours au moment de sa diffusion. Cependant, il semblerait que la juridiction européenne n'ait eu d'autre choix et ce pour plusieurs raisons. En premier lieu, la détermination du sens de variation des cours implique que cette modification se produise ; or, pour caractériser l'information privilégiée, il n'est pas nécessaire que la valeur des instruments financiers soit effectivement impactée par sa publication. En deuxième lieu, il paraît difficile de pouvoir déterminer ce sens de variation alors qu'il est déjà impossible d'affirmer avec certitude que les cours seront affectés, étant donné que de nombreux facteurs peuvent influer sur la manière dont le marché reçoit une information[253] (publication simultanée de plusieurs informations significatives, communiqué relatif à des sociétés de faible capitalisation boursière ou à des instruments financiers négociés sur des marchés restreints, etc.). Enfin, l'anticipation des effets produits par un événement dépend beaucoup de la quantité d'informations détenues par celui qui procède à la transaction, de sa capacité à les comprendre et de son expérience en matière d'analyse financière, ce qui peut expliquer les transactions « ruineuses » accomplies par certains investisseurs. Ces derniers critères ne sont pas seulement liés à la qualité de professionnels ou non des opérateurs, puisque même parmi eux, des ordres contraires peuvent être émis à l'annonce de certaines informations. Par conséquent, tous ces motifs justifient la position adoptée par la Cour de justice de l'Union européenne, qui tend toutefois à faire converger la précision et la sensibilité de l'information au détriment de la première.

b. La sensibilité de l'information

381. La signification du caractère sensible de l'information : L'article 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière, comme l'article 621-1 du règlement

[253] Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 131 ; Giovanni Maria FLICK, « Insider trading : problemi sostanziali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, p. 93 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 390-391.

général de l'Autorité des marchés financiers et la jurisprudence de la chambre criminelle de la Cour de cassation française[254] exigent que l'information soit susceptible d'influer sur le cours des instruments financiers qu'elle concerne ou de ceux qui leur sont liés, afin qu'elle soit considérée comme privilégiée. En vertu de l'article 7, 4. du règlement (UE) du 16 avril 2014[255], l'information sensible et celle « *qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* »[256]. Ce caractère de l'aptitude de l'information à agir sur les cours est caractérisé par l'imprécision, une fois encore, des termes qui le définissent et introduit une sérieuse insécurité dans la répression des opérations d'initié. Qu'est-ce qu'un investisseur raisonnable ? Selon Jean-Christophe MUDET et Pierre VIDAL, « La réponse n'est pas toujours aisée. En effet, la notion d'investisseur raisonnable est abstraite et, en pratique il y a autant de manières de raisonner qu'il y a d'investisseurs. La meilleure illustration en est la transaction boursière elle-même, puisque sur la base d'une même information un investisseur achète et l'autre vend »[257]. Certains auteurs affirment quant à eux que « Si nous ne disposons pas d'une définition de ce qu'est un investisseur raisonnable, nous cernons à peu près ce qu'est un investisseur déraisonnable : c'est celui qui effectue une opération « anormale », ou « exceptionnelle », par exemple, portant sur un volume sans rapport à la moyenne des échanges sur le titre, ou par rapport aux propres interventions de l'investisseur »[258]. Ainsi, il semble également possible d'exclure de cette catégorie les individus qui agissent sur les marchés sans la moindre expérience et sans s'être

[254] Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635.

[255] 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.

[256] L'article 1er, 2. de la directive n° 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 (directive 2003/124/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 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) posait déjà la même définition : « *Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE, on entend par « information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés », une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* ».

[257] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 25.

[258] Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse* 1er sept. 2015, n° 9, pp. 385-394.

informés au préalable, ou encore ceux qui sont très enclins au risque et qui accomplissent de façon consciente et volontaire des transactions périlleuses. Cependant, une personne peu familière des marchés financiers qui, avant de réaliser seule une opération, s'informe de façon minutieuse en recueillant un maximum de données auprès de diverses sources, doit-elle être qualifiée de raisonnable malgré son inexpérience et bien qu'elle n'ait pas confié son investissement à des professionnels ? La question paraît délicate et ne semble pas induire de réponse certaine. Il semble néanmoins acceptable de considérer qu'un investisseur raisonnable réaliserait, au vu de ses capacités de recherche et d'analyse, une mise en balance des risques encourus et des gains espérés, et prendrait sa décision seulement en fonction du résultat de ce *ratio*. Alstolfo DI AMATO a précisé relativement à cette notion que « par l'expression 'investisseur raisonnable' on fait ainsi référence à un investiteur qui effectue ses propres choix non pas en fonction de réactions émotives instables, mais sur la base de sa capacité à évaluer des circonstances pertinentes aux fins de sa [prise de] décision »[259]. Cette définition paraît donc pouvoir inclure les personnes qui, bien que n'étant pas des professionnels, s'informent de manière approfondie sur les titres concernés afin de posséder les données qui lui permettront de choisir d'agir ou non sur les marchés. Cependant, une autre question se pose relativement à la sensibilité de l'information : à quoi correspond une information qui ferait partie des « fondements des décisions » des investisseurs ?

382. La persistance de la distinction entre précision et sensibilité de l'information : Un investisseur raisonnable devrait *a priori* décider d'agir sur les marchés s'il a pu déterminer, au vu de l'information dont il dispose, le sens dans lequel devrait évoluer le cours des instruments financiers ; certes ses anticipations n'ont pas à être certaines – dans le cas contraire, une opération semblerait quasiment impossible au vu des multiples événements qui viennent troubler la formation des prix – mais elles doivent présenter un degré de probabilité qui suffit à le convaincre de procéder à la transaction qu'il envisage. Pourtant, il est vrai que l'adjectif « sensible » peut simplement posséder le sens de « significatif » ou « important ». Si cette signification prévaut, alors cela semblerait induire que l'investisseur raisonnable est celui qui agit lorsqu'il pressent

[259] Texte original : « ***Con l'espressione investitore ragionevole si fa, dunque, riferimento ad un investitore il quale operi le proprie scelte non già sulla base di instabili reazioni emotive, ma sulla base di una capacità di valutazione delle circostanze ai fini delle decisioni rilevanti*** », *in* Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, p. 132.

que la publication de l'information qu'il détient est de nature à produire un effet « notable », c'est-à-dire d'une certaine intensité. Cependant, et encore plus dans ce second cas, il ne semble pas croyable qu'un tel individu accepte d'acquérir ou de céder des titres alors il n'a aucune idée du sens et de l'intensité de la variation que produirait la publication de l'information qu'il détient. Marie-Noëlle DOMPE et Nicolas MENNESSON partagent cette vision lorsqu'ils expliquent que « [le considérant n° 23 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014] mentionne que « la caractéristique essentielle des opérations d'initiés réside dans l'avantage injuste tiré d'informations privilégiées au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance (…) ». Dès lors, comment se procurer un avantage injuste grâce à une information non publique, si l'on ignore dans quel sens le cours évoluerait si cette information était rendue publique ? »[260]. Il est vrai qu'il y a toujours un risque attaché à une opération boursière ; cependant, ce risque est plus ou moins limité en fonction du contexte dans lequel agit l'opérateur et de ses capacités d'interprétation des données financières. Ainsi, une information sensible est susceptible d'altérer le cours des instruments financiers qu'elle concerne ; néanmoins, comme elle doit également constituer un élément qui viendrait au soutien de la réflexion d'un investisseur raisonnable, il semble concevable d'exiger qu'elle permette de « deviner », avec un certain degré de probabilité, le sens de l'évolution des valeurs, au moins lorsqu'elle est combinée avec les autres informations disponibles. En cela, il est possible de considérer que la sensibilité se distingue de la précision de l'information, qui doit seulement mettre en mesure les opérateurs d'estimer si celle-ci produira ou non une modification plus ou moins significative des cours[261].

---

[260] Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse* 1er sept. 2015, n° 9, pp. 385-394.
Cependant, ces deux auteurs rattachent la possibilité de determiner le sens de variation des cours à la precision de l'information, et non à sa sensibilité, en affirmant puisqu'ils considèrent à propos de ce second caractère que « L'effet de l'information en question sur le cours doit être « sensible ». Il était logique de considérer que la sensibilité se mesure à l'amplitude de la variation exercée sur le cours, car c'est bien ce qu'indiquait le considérant 3 de la directive d'interprétation n° 2003/124/CE, lequel distinguait deux éléments, celui, déjà vu, de la précision et celui de la sensibilité, traduit par une périphrase : « l'ampleur de son impact potentiel sur le cours ». Il n'est donc plus question ici d'effet sur le cours, mais de l'ampleur de cet effet sur ledit cours », *ibid*.

[261] L'Autorité des marchés financiers semble admettre ces critères de distinction entre précision et sensibilité de l'information. Cf. *infra* les développements relatifs à l'affaire *Orco et al.*, § 384, p. 77.

383. Les autres suggestions doctrinales au soutien de la distinction entre précision et sensibilité de l'information privilégiée : Nicolas MENNESSON s'est positionné dans un sens opposé en avançant que « la « conclusion quant à l'effet possible » porte non sur la simple possibilité d'une variation du cours mais sur le sens de cette variation. Dès lors, la seconde condition de la précision et l'« influence sensible » sur le cours du titre sont nettement distinctes. Tandis que cette dernière se mesure à l'amplitude de la variation du cours et pourrait être quantifiée au moyen d'un pourcentage, l'« effet possible » sur le cours concerne le sens de cette variation (à la hausse ou à la baisse) et donc le signe (positif ou négatif) dont ce pourcentage serait affecté »[262]. Cette position nous convainc moins pour deux raisons. En premier lieu l'adjectif « possible », qualifiant l'effet susceptible de se produire lorsqu'une information précise est publiée, peut n'évoquer que la probabilité que cet évènement survienne ou non. Par conséquent, la précision de l'information peut tout à fait être détachée du sens de l'évolution de la valeurs des cours. En second lieu, il est difficilement concevable qu'un « investisseur raisonnable » prenne une décision sur le fondement d'une information qui ne lui permette pas d'avoir une idée du sens de la variation du cours des instruments financiers, puisqu'en toute logique c'est bien l'anticipation d'une hausse (ou d'une baisse) qui va inciter un individu à acquérir (ou à vendre) des titres[263]. Ainsi, la sensibilité de l'information apparaît liée à la possibilité pour ce dernier d'identifier, non pas de façon certaine, mais avec un degré de probabilité suffisant pour le convaincre, si les instruments financiers verront leur cours augmenter ou diminuer. Pourtant, la Cour de justice de l'Union européenne a adopté une position diamétralement opposée lorsqu'elle a statué sur la portée du caractère de précision de l'information privilégiée en décidant, sans réelle démonstration, qu'« En effet, une information donnée est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable en tant que faisant partie des fondements de sa décision d'investissement et, partant, de satisfaire à la condition visée à l'article 1er, paragraphe 2, de ladite directive, quand bien même cette information ne permettrait pas d'anticiper la variation dans un sens déterminé du cours des instruments financiers concernés » au motif que « la complexité accrue des marchés financiers rend particulièrement difficile

[262] Nicolas MENNESSON, « Information privilégiée : bonne ou mauvaise nouvelle ? », *JCP E* 31 mai 2012, n° 22, étude 1348.

[263] C.J.U.E., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*, spéc. §§ 34 et 36 ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359, obs. Frédéric STASIAK ;.

d'évaluer de manière exacte le sens dans lequel peuvent varier les cours des instruments financiers, comme le rappelle d'ailleurs le considérant 1 de la directive 2003/124 qui se réfère à plusieurs facteurs susceptibles d'exercer une influence sur ces cours dans une situation donnée ». L'avocat général s'était également prononcé en ce sens pour cette affaire, dans le paragraphe 37 de ses conclusions en affirmant que « les termes 'une conclusion quant à l'effet possible' ont clairement une portée très large et ne sauraient être interprétés de façon restrictive comme ne visant que des informations qui rendent possible la détermination du sens que pourrait prendre une variation du cours des instruments financiers concernés ». La justification adoptée par le magistrat n'est pas des plus convaincantes : le déterminant « *une* » paraît simplement indiquer qu'il n'est pas nécessaire que le détenteur de l'information puisse anticiper l'ensemble de toutes les caractéristiques de l'effet potentiel (existence, intensité ou sens), mais au moins l'une d'entre elles ; de même, l'adjectif « *possible* » peut tout à fait se référer au sens de cet effet (hausse des cours, baisse des cours ou neutralité de l'annonce). D'ailleurs, l'observation formulée par Antoine GAUDEMET[264] relativement à la suggestion de Nicolas MENNESSON, et selon laquelle « [la] rupture d'égalité entre investisseurs ne pourrait être consommée que si l'initié est en mesure d'anticiper de quelle manière le marché réagira, à la hausse ou à la baisse, à l'annonce de l'information privilégiée qu'il détient », reste valable pour la position en vertu de laquelle c'est la sensibilité de l'information qui est rattachée à la possibilité de déterminer le sens de la variation éventuelle des cours.

384. Les solutions envisagées pour maintenir dans cette hypothèse l'effectivité de l'incrimination d'abus d'informations privilégiées : Toutefois, afin de ne pas créer les zones d'impunité tant redoutées par la Cour de justice de l'Union européenne du fait de cette exigence, il conviendrait de ne pas requérir que l'évolution des cours des instruments financiers soit anticipée avec certitude. Il serait envisageable de limiter la démonstration à une simple probabilité fondée, par exemple, sur un faisceau d'éléments qui, parmi l'ensemble des données disponibles, convergeraient vers une hausse ou une baisse du cours des titres concernés au vu du contexte du marché. L'évaluation de la probabilité que la variation se produise dans un sens ou dans l'autre serait mise en

[264] Antoine GAUDEMET, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés n'importe pas », *Bull. Joly Bourse*, 1er mai 2015, n° 5, pp. 209-215, spéc. § 11.

œuvre de manière identique à ce qui est prévu pour estimer le caractère sensible d'une information, à savoir par le biais d'un jugement *ex ante* émis sur la base des données accessibles au marché au moment de la décision d'agir ou non sur le marché[265]. L'Autorité des marchés financiers française a déjà procédé de la sorte dans l'affaire *Orco et autres*.[266]. Pour déterminer le sens éventuel de la variation des cours, l'autorité s'était fondée sur des « éléments, certes parcellaires et nuancés, mais qui convergeaient, en ce qu'ils faisaient tous apparaître, chez ORCO, des difficultés financières : faisant obstacle à la réalisation de l'intégralité de ses projets, compromettant la réalisation du programme de construction de la tour […], auxquelles il ne paraissait pas pouvoir être porté remède par une recherche d'investisseurs, celle-ci n'ayant jusqu'alors pas abouti ». Elle avait ensuite déduit de ces éléments le caractère précis de l'information au motif que « si, pris isolément, aucun de ces éléments n'était assez 'précis' au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, ils constituent un ensemble de circonstances dont la réunion, la simultanéité et la convergence confèrent à l'information sur les difficultés de trésorerie auxquelles la société ne parvenait pas à faire face […] un caractère suffisamment univoque et alarmant pour qu'il soit possible d'en tirer une conclusion sur l'évolution du titre », et que par conséquent « l'information atteint donc le degré de précision exigé par ce texte ». Enfin, elle a caractérisé le caractère sensible de cette information en expliquant que « la conjonction de ces éléments inconnus du public était de nature, si elle était parvenue à la connaissance du marché, d'aggraver la tendance fortement baissière observée au cours du dernier trimestre 2008, en ce qu'un investisseur raisonnable aurait pu l'utiliser comme l'un des fondements de sa décision de vendre les actions ORCO ». Ainsi, la décomposition du raisonnement opéré par l'Autorité des marchés financiers met en lumière deux éléments : d'une part, le lien entre la précision de l'information et la possibilité d'en déduire un effet potentiel sur les titres concernés ; d'autre part, le rattachement de la sensibilité de l'information à la possibilité d'avoir pu anticiper la baisse du cours desdits titres.

[265] Déc. AMF, 25 nov. 2010, *Société Bac Majestic et M. Roch Lener* ; *Bull. Joly Bourse*, 1er avr. 2011, n° 4, p. 241, note Mathieu FRANÇON, Eric DEZEUZE.

[266] Déc. AMF, 22 oct. 2012, *Société Orco property Group* et *al*.

385. L'incertitude relative à l'intensité de l'influence susceptible d'être exercée par la diffusion de l'information privilégiée : Pour finir, une dernière question se pose : qu'est-ce qu'« *une influence sensible* » ? Doit-elle s'entendre de la moindre incidence sur des titres financiers, c'est-à-dire de celle que l'on a perçue, ou s'agit-il d'un impact d'une certaine importance, autrement dit d'un effet qui atteindrait un certain seuil d'intensité ? Cette nouvelle incertitude relative à l'information privilégiée malmène une fois de plus le principe de légalité criminelle, et plus particulièrement les impératif de qualité, de clarté et de précision de la loi qui en découlent. D'ailleurs, le Tribunal de Syracuse et le Tribunal de Rome ont tout deux saisi la Cour constitutionnelle italienne d'une question de conformité à la Constitution de l'ancien article 180 (aujourd'hui article 181) du texte unique en intermédiation financière, sur le délit d'abus d'information privilégiée : selon les membres de ces juridictions, cette disposition serait contraire à l'article 25 de la Constitution italienne qui consacre le principe à peine mentionné. Le Conseil constitutionnel a déclaré les demandes irrecevables au motif que « dans leur dénonciation du défaut de précision du comportement délictuel dont il est fait référence à l'article 180 du décret législatif n° 58 de 1998, défaut lié à la généralité [de la formulation] de l'exigence selon laquelle l'information privilégiée doit être de nature à influencer "de manière sensible" le cours des instruments financiers, les juges requérants ne demandent ni que la Cour supprime du texte d'incrimination le seul adverbe "sensiblement" (intervention qui, d'ailleurs, produirait un effet in malam partem, élargissant le périmètre d'application de l'incrimination), ni en sens opposé que la Cour abroge la norme incriminante dans son entier »[267]. Ainsi, à défaut de demandes précises des juridictions à l'origine de la requête de conformité à la Constitution, la Cour constitutionnelle italienne ne s'est pas prononcée lors de cette affaire sur la suffisante précision ou non de la définition de l'information privilégiée, et n'a pas eu depuis l'occasion de statuer à nouveau sur la question.

[267] Texte original : « *Nel denunciare un difetto di determinatezza della figura criminosa di cui all'art. 180 del d. lgs. n. 58 del 1998, connesso alla genericità del requisito dell'idoneità dell'informazione privilegiata ad influenzare « sensibilmente » il prezzo di strumenti finanziari, i giudici rimettenti non chiedono, tuttavia, né che la Corte rimuova, dalla descrizione della fattispecie penale, il solo avverbio « sensibilmente » (intervento che, peraltro, determinerebbe un effetto in malam partem, dilatando il perimetro di operatività dell'incriminazione); né, in senso opposto, che la Corte cancelli nella sua interezza la norma incriminatrice censurata* » (C. Cost., 14 dic. 2004, n. 382 ; *Giur. comm.* marzo-apr. 2005, n° 32.2, pp. 107-115, con nota Carlotta CASSANI (pp. 115-129)).

386. Les techniques mises en œuvre pour caractériser la sensibilité de l'information : La preuve de la capacité de l'information à agir sur les cours est facilitée lorsque ces derniers sont concrètement impactés à la publication de la nouvelle. En revanche, si sa diffusion ne produit aucun effet sur le marché, il sera difficile de la caractériser. Le fait que l'information sensible corresponde à celle qui est susceptible d'être utilisée comme l'un des fondements d'une décision d'investissement par un opérateur raisonnable implique une évaluation *in concreto*[268] et *ex ante* de ce caractère[269]. Cette règle est d'ailleurs posée dans le quatorzième considérant du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[270], lequel dispose que « *Cette appréciation doit prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question, compte tenu de l'ensemble des activités de l'émetteur qui y sont liées, de la fiabilité de la source d'information et de toutes les autres variables de marché susceptibles, dans les circonstances données, d'avoir un effet sur les instruments financiers concernés, les contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou les produits mis aux enchères basés sur les quotas d'émission* ».

En revanche, tant l'Autorité des marchés financiers que la Consob, ainsi que les juges pénaux ont tendance à vérifier en premier lieu que le cours des instruments financiers a été impacté à l'annonce d'une information privilégiée, puis dans l'affirmative, à en déduire son caractère sensible[271]. Ils procèdent ainsi à une démarche en sens inverse, explicitement rejetée d'ailleurs par les autorités européennes, puisque le quinzième considérant du règlement mentionné ci-dessus ajoute que « *Les informations disponibles*

---

[268] Luis ARRAYO ZAPATERO, Valentine BÜCK, Guido CASAROLI et autres**,** *Droit pénal des affaires en Europe*, sous la direction de Geneviève GIUDICELLI-DELAGE, éd. PUF, Coll. « Thémis droit », 2006, spéc. pp. 392-393.

[269] V. en ce sens Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 18 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 390-391 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 246 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 629.

[270] 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.

[271] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, pp. 55-56 ; Antoine JURASTI, « La qualification de l'information privilégiée confrontée à l'activité de sondage sur le marché obligataire, une notion toujours à risque », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015, n° 9, pp. 411-420.

ex post peuvent servir à vérifier la présomption de sensibilité des cours aux informations disponibles ex ante, mais elles ne devraient pas être utilisées pour poursuivre les personnes qui auraient tiré des conclusions raisonnables des informations dont elles disposaient ex ante ». Si le raisonnement mis en œuvre par les autorités administratives et judiciaires facilite la démonstration, il n'en est pas moins contraire aux prescriptions du législateur et il peut même s'avérer erroné : il suffit en effet que d'autres renseignements d'importance significative aient été simultanément portés à la connaissance du public pour qu'une information passe inaperçue ; ou à l'inverse, un contexte d'incertitude et d'instabilité généralisées peut contribuer à la volatilité des cours, exacerbant ainsi l'effet produit par une information d'une pertinence limitée pour l'évaluation de la valeur des instruments financiers qu'elle concerne.

c. *L'appréciation objective du caractère privilégié de l'information*

387. Une appréciation commune à la France et l'Italie : Un autre élément vient encore ternir la définition de l'information privilégiée : il s'agit du fait que le caractère privilégié de l'information doit s'apprécier de manière objective, tant pour la jurisprudence française que pour le législateur italien. La chambre criminelle de la Cour de cassation a posé ce principe dans l'arrêt du 26 juin 1995 précité en affirmant que « le caractère privilégié des informations au sens de ces textes, ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu »[272]. La chambre commerciale a adopté la même position en confirmant un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 février 2010, dans lequel cette dernière avait estimé que « la connaissance du caractère erroné de ce communiqué était une information qu'un investisseur raisonnable aurait été susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement »[273]. La lecture de cette décision permet de reconnaître la précision donnée par l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, qui consacre lui aussi le caractère objectivement

[272] Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635.
La doctrine se positionne également en ce sens. V. pour exemple Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 448.
[273] Cass. com., 27 avr. 2011, n° 10-12125.

privilégié de l'information objet du manquement d'initié, par référence au paramètre de l'« *investisseur raisonnable* » à l'image de l'article 181, alinéa 4 du texte unique en matière d'intermédiation financière[274]. En outre, l'article 187-*bis* relatif au manquement d'initié vise dans son alinéa 4, les initiés secondaires italiens qui ont connaissance ou peuvent avoir connaissance du caractère privilégié de l'information « *sur la base d'une prudence ordinaire* »[275].

388. La remise en cause de l'appréciation objective du caractère privilégié de l'information : Certains auteurs italiens comme français regrettent cette conception de l'information privilégiée. Par exemple, il a été affirmé qu'« Il est évident que le critère du *reasonable man*, [...] se révèle peu fiable car l'idée même de la rationalité des choix de l'épargnant est douteuse ; et que l'emploi de l'adverbe "probablement" et de l'adjectif "raisonnable" entraîne une dimension discrétionnelle particulièrement étendue »[276]. Ainsi, pour cet auteur italien, le modèle de référence ne semble pas adapté. De son coté, Philippe BONFILS estime aussi qu'« on peut déplorer [que le caractère privilégié soit analysé de manière objective], car il est évident que les mêmes informations seront plus ou moins comprises – et utilisées – en fonction de la qualité de l'intéressé »[277]. Même si ces observations ne peuvent être remises en cause, l'appréciation objective du caractère privilégié de l'information n'est pas incohérente avec la finalité de la répression des abus d'informations privilégiées ; c'est bien l'égalité face à la disponibilité des données financières qui est protégée, comme le rappelle le vingt-troisième considérant du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[278] qui

---

[274] Texte original : « *un'informazione che presumibilmente* ***un investitore ragionevole*** *utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento* » (art. 181, al. 4, TUF).

[275] Texte original : « *in base a un'ordinaria diligenza* » (art. 187-*bis*, al. 4, TUF).

[276] Texte original : « ***Si evidenza come il criterio del*** **reasonable man**, [...], ***risulti poco attendibile perché dubbia è la stessa idea della razionalità delle scelte del risparmiatore; e come l'uso dell'avverbio "presubilmente" e dell'aggettivo "ragionevole" configura una dimensione valutativa particolarmente estesa*** », *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, pp. 18-19.

[277] Philippe BONFILS, *Droit pénal des affaires*, Montchrestien, Coll. « Cours », éd. 2009, p. 259.
V. dans le même sens, en Italie, Astolfo DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 131-132.

[278] 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.

dispose que « *La caractéristique essentielle des opérations d'initiés réside dans l'avantage injuste tiré d'informations privilégiées au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance* [...] ». Il ne paraît pas avoir été envisagé par les autorités de dissiper les disparités liées aux capacités et à l'expérience de chacun des opérateurs[279] : elles cherchent plutôt à garantir un accès identique aux renseignements nécessaires à la prise d'une décision d'investissement.

D- Les différences dans les déclinaisons des informations privilégiées aux objets spécifiques

389. Les « définitions spéciales »[280] de l'information privilégiée : À côté de la définition générale de l'information privilégiée, l'article 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 a prévu trois autres définitions, les deux premières ayant un objet spécifique et la troisième, se rapportant à l'activité des « *personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers* ». Les objets déterminés dont il a été fait mention résident dans les instruments dérivés sur matières premières qui leur sont liées et d'autre part, dans les quotas d'émission de gaz à effet de serre. La directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 dite « abus de marché » prévoyait déjà dans son article 1er, 1), alinéa 2 une notion d'information privilégiée relative aux dérivés sur produits de base, mais celle-ci a été redéfinie et précisée notamment au regard des contrats au comptant sur matières premières. Cette extension suit logiquement celle du champ de la répression des abus de marché qui concerne aujourd'hui ce type de contrat. La disposition relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre est nouvelle, alors que celle qui se réfère aux personnes chargées d'exécuter des ordres de transactions était déjà présente dans la directive du 28 janvier 2003, à l'article 1er, 1), alinéa 3. Enfin, le Code monétaire français présente une particularité en ce qu'il prévoit une information

---

[279] Le vingt-huitième considérant du règlement européen du 16 avril 2014 explique à ce propos que « *Ne devraient dès lors pas être réputés, en soi, être des informations privilégiées les travaux de recherche et les estimations élaborés sur la base de données publiques, et le simple fait qu'une opération est effectuée sur la base de tels travaux de recherche ou de telles estimations ne devrait pas être réputé constituer une utilisation d'informations privilégiées* ».

[280] L'expression est empruntée à Thierry BONNEAU et France DRUMMOND qui l'utilisent à propos de la présentation des notions d'information privilégiée contenues dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *in Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 702.

dont l'objet est lié à la commission d'un crime ou d'un délit, ajoutée par la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 en réponse aux attentats ayant frappé les États-Unis le 11 septembre 2001[281]. Ni les autorités européennes, ni le législateur italien n'ont institué une telle information, même s'ils ont envisagé l'hypothèse de l'« initié criminel ».

1. L'information privilégiée relative aux instruments dérivés sur matières premières

390. Des caractères communs avec la définition générale de l'information privilégiée : En vertu de l'article 7, 1., b) du règlement (UE) n° 596/2014, l'information privilégiée relative aux instruments dérivés sur matières premières correspond à « *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* ». Malgré l'objet qui lui est propre, une telle notion présente des caractères identiques à ceux de l'information privilégiée générale comme la confidentialité et la sensibilité, étant précisé que pour l'appréciation de cette dernière, sont pris en compte tant les instruments dérivés sur matières premières que les contrats au comptant qui leur sont liés.

391. Un objet élargi par rapport à la précédente notion de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 : Cette précédente directive avait limité le champ de cette information privilégiée spécifique aux renseignements concernant directement ou indirectement les instruments dérivés sur produits de base ; aujourd'hui, le règlement du 16 avril 2014 mentionne à la fois les faits qui regardent les instruments dérivés sur

[281] Loi n° 2001-1062 du 15 nov. 2001 relative à la sécurité quotidienne, *J.O.R.F.* n°266 du 16 nov. 2001, p. 18215.

matières premières et les contrats au comptant sur ces marchandises qui leur sont liés. Les matières premières doivent s'entendre en vertu de l'article 2, 1) du règlement (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006 de « *tout bien fongible pouvant être livré, en ce compris les métaux et leurs minerais et alliages, les produits agricoles et les fournitures énergétiques, telles que l'électricité* »[282]. Les instruments dérivés sont des « **instruments de couverture ou de spéculation conçue à partir d'un actif sous-jacent dont leur valeur 'dérive'**»[283] ; l'actif sous-jacent est constitué ici des matières premières au sens précédemment défini. Les « contrats au comptant » représentent quant à eux « *un contrat de vente d'une matière première, d'un actif ou d'un droit, en vertu duquel la livraison doit intervenir dans le plus long des deux délais* » dont l'un correspond à deux jours de livraison et l'autre à « *la période généralement acceptée sur le marché de la matière première, de l'actif ou du droit en question comme étant le délai de livraison standard* »[284]. Plus précisément, et relativement aux matières premières, il s'agit d'« *un contrat de fourniture de matières premières négociées sur un marché au comptant qui sont livrées rapidement lorsque la transaction est réglée, et un contrat de fourniture de matières premières qui n'est pas un instrument financier, y compris un contrat à terme avec livraison physique* »[285].

392. Les prévisions relatives à l'information privilégiée objet des délits pénaux français : L'article L. 465-1 du Code monétaire et financier prévoit que l'information privilégiée objet des délits contenus dans la même disposition doit concerner les « *titres admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée, ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires*

---

[282] Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive, *J.O.U.E.* L 241 du 2 sept. 2006, pp. 1-25.

[283] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 225.

[284] Art. 38, 2) du règlement européen (CE) n° 1287/2006 du 10 août 2006 précité.

[285] Art. 3, 1., 15) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 ; ce même règlement définit à l'article 3, 1., 16) le « marché au comptant » comme *« marché de matières premières sur lequel les matières premières sont vendues contre espèces et livrées rapidement lorsque la transaction est réglée, et d'autres marchés non financiers, comme les marchés à terme pour les matières premières* ».

visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou négociés sur un système multilatéral de négociation, admis à la négociation sur un tel marché ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée ». Elle n'inclut donc ni les contrats au comptant sur matières premières, ni les instruments dérivés qui leur sont liés puisque tous sont échangés sur les marchés de gré à gré. Or, l'article 1, 4. de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché[286] renvoie aussi à cette définition spéciale de l'information privilégiée pour la caractérisation des opérations d'initié et les divulgations de telles informations. Ainsi, *a priori*, l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier français ne serait pas en conformité avec le droit européen issu des deux textes du 16 avril 2014, puisque l'objet de l'information privilégiée de cette disposition est bien plus restreint que celui de l'information des normes européennes.

393. Les prévisions relatives à l'information privilégiée contenue dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers : Par arrêté du 5 juin 2014[287], l'Autorité des marchés financiers a modifié son règlement général en y ajoutant un article 621-2 contenant une définition de l'information relative aux « *instruments financiers dérivés sur produits de base et les contrats commerciaux* ». Les produits de base et les matières premières couvrent-ils les mêmes actifs ? Une définition des « produits de base » peut être trouvée dans l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce de 1947 sous le terme « produits primaires », qui selon ce texte doit s'entendre de « *tout produit de l'agriculture, des forêts ou des pêches et de tout minéral, que ce produit soit sous sa forme naturelle ou qu'il ait subi la transformation qu'exige communément la commercialisation en quantités importantes sur le marché international* »[288]. Dès lors, les notions de « produits de base » et de « matières premières » paraissent se référer à des biens identiques. Par conséquent, il est possible de considérer que les premières définitions spéciales de l'information privilégiée, française et européenne, ont le même

[286] 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.
[287] Arrêté du 5 juin 2014 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0136 du 14 juin 2014, p. 9903.
[288] Art. XVI, section B, 2. de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce de 1947.

objet. Par ailleurs, la disposition française comme le texte européen vise à la fois les instruments dérivés et les contrats commerciaux sur ces marchandises. Ces derniers ne possèdent pas la qualité d'instruments financiers[289]. Cependant, contrairement à l'article 7, 2. du règlement, l'article 621-2 du règlement général ne précise pas si l'information doit concerner directement et/ou indirectement les produits dérivés et les contrats commerciaux sur matières premières. En l'absence d'indication en ce sens, rien de semble s'opposer à la prise en compte d'informations indirectes. Ainsi, à la différence de la définition utilisée au sein de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier pour le délit pénal, celle du règlement général de l'Autorité des marchés financiers est conforme au règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[290].

394. Les prévisions relatives à l'information privilégiée insérée à l'article 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien : L'article 181, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit que « *Pour les produits dérivés sur les marchandises, l'information privilégiée s'entend d'une information à caractère précis, qui n'a pas été rendue publique, concernant, directement ou indirectement, un ou plusieurs produits dérivés sur les marchandises, que les participants aux marchés sur lesquels de tels produits dérivés sont négociés s'attendent à recevoir en vertu des pratiques de marché admises sur ces marchés* »[291]. Ainsi, une troisième expression est utilisée après « matières premières » et « produits de base » : il s'agit de la notion de « marchandises » qui selon la définition fournie par Gérard CORNU représentent des « **meubles corporels faisant l'objet d'un contrat commercial** [...]» et ce terme « s'**applique en ce sens même aux produits alimentaires ou denrées** »[292]. Il semblerait par conséquent que la définition italienne soit plus large que les définitions européenne et française, puisque les « marchandises » ne correspondent pas seulement

[289] Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015 n° 9, pp. 385-394.

[290] 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.

[291] Texte original : « *In relazione ai derivati su merci, per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati* » (art. 181, al. 2, TUF).

[292] Gérard CORNU, *Vocabulaire juridique*, PUF, 9° éd., 2012, V° « Marchandise », p. 575.

aux matières premières ou aux produits de base mais aussi à des biens déjà transformés. Ceci étant, la supériorité du domaine d'application de l'information privilégiée italienne sur produits dérivés à celui posé par le règlement européen n'engendre aucun problème, étant donné que le règlement fournit à tous les États membres un socle minimal de définitions, de violations et de sanctions que ces derniers doivent obligatoirement mettre en œuvre, mais qui peut être étendu au-delà des prévisions européennes.

395. La référence à la sensibilité des informations privilégiées ayant trait aux produits dérivés sur matières premières : Comme cela a été dit précédemment, selon les prévisions de l'article 7, 2. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[293], la publication des informations privilégiées relatives aux produits dérivés sur matières premières doit être susceptible d'impacter « *de façon sensible le cours de ces instruments dérivés ou des contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés* ». Par conséquent, la sensibilité d'une telle information est appréciée largement puisqu'elle concerne à la fois les échanges opérés sur les marchés d'instruments mais également sur les marchés physiques de matières premières. Il ne convient pas d'évoquer ici l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier français qui n'a toujours pas inclus, dans la définition de l'information privilégiée utilisée dans le cadre du délit pénal, l'objet qui réside dans les instruments dérivés ou les contrats au comptant sur matières premières. L'article 181, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien ne contient pas cette référence à la sensibilité, ce qui n'est pas étonnant puisqu'il a été dit que le législateur n'avait pas encore tenu compte des modifications opérées par le règlement du 16 avril 2014 ; toutefois, ce critère de caractérisation de l'information privilégiée relative aux produits dérivés sur matières premières, qui n'était pas contenu dans la précédente directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[294], devrait être appliqué rapidement puisque le règlement précité produira ses effets dès le 3 juillet 2016. De façon plus surprenante cette fois-ci, l'article 621-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, qui a été modifié par arrêté du 5 juin 2014 afin d'être mis en

[293] 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.

[294] 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.

conformité avec le nouveau texte européen ne se réfère pas non plus au caractère sensible de l'information privilégiée ayant pour objet les produits dérivés ou contrats commerciaux sur les produits de base. S'agit-il d'un oubli ou l'autorité française estime-t-elle qu'un tel critère n'a pas à pris en compte pour l'appréciation de la nature privilégiée ou non d'une telle information ? La seconde option serait plutôt étonnante en ce que la caractérisation de la possibilité d'influer sur le cours des produits dérivés ou contrats relatifs aux produits de base présente l'avantage d'offrir à cette information privilégiée spéciale une structure identique à celle de l'information privilégiée générale ; bien que la démonstration de ce caractère sensible ne soit considérée comme ardue, il devrait être exigé y compris pour cette deuxième définition afin de garantir une certaine cohérence entre les différentes notions.

396. Une appréciation duale de la sensibilité des informations portant sur les matières premières : Une nuance est à apporter quant à l'évaluation de la sensibilité de ces informations puisque l'article 7, 2. du règlement (UE) n° 596/2004 paraît distinguer deux hypothèses : s'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* », l'influence potentielle sur les cours de la diffusion de l'information concerne les seuls d'instruments dérivés sur les matières premières. Dans ce cas, la variation de la valeur de ces instruments est susceptible de se produire du fait de « **la pertinence objective de l'information pour le marché** »[295]. Au contraire, si l'information n'est pas de celles habituellement portées à la connaissance des marchés ou si sa communication n'est pas requise par les textes ou les usages, l'altération éventuelle des cours peut concerner à la fois les instruments dérivés et les contrats au comptant relatif à ces matières premières. Une telle extension est justifiée par le fait que *« Les marchés au comptant et les marchés d'instruments dérivés qui leur sont liés étant hautement interconnectés et mondialisés, les abus de marché peuvent concerner plusieurs marchés et plusieurs pays et faire naître ainsi des risques systémiques significatifs.* […] *En particulier, une information privilégiée*

[295] V. pour exemple, Stéphane TORCK, « L'information privilégiée sur les marchés dérivés de matières premières, un saut dans l'inconnu », *Bull. Joly Bourse* 1er sept. 2015, n° 9, pp. 395-397.

émanant d'un marché au comptant peut profiter à une personne négociant sur un marché financier »[296].

Reste également à savoir quelles sont les informations que les opérateurs s'attendent à recevoir sur ce type de marché ou dont la réglementation a exigé la publication, notamment parce que les usages ou pratiques de marché admises ne sont pas définis, ni même évoqués dans le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[297]. Toutefois, les autorités européennes n'ont pas éludé la résolution de ce problème, puisque l'article 7, 5. dudit règlement prévoit que « *L'AEMF publie des lignes directrices afin d'établir une liste indicative non exhaustive des informations dont on attend raisonnablement qu'elles soient divulguées ou qui doivent obligatoirement être divulguées conformément aux dispositions législatives ou réglementaires du droit de l'Union ou du droit national, aux règles de marché, au contrat, à la pratique ou aux usages, que ce soit sur les marchés ou sur les marchés au comptant d'instruments dérivés sur matières premières visés au paragraphe 1, point b). L'AEMF tient dûment compte des spécificités de ces marchés* ».

397. Les informations auxquelles les participants à un marché de produits dérivés peuvent s'attendre dans le texte européen : L'article 7, 2. du règlement du 16 avril 2014 vise à la fois les textes nationaux et européens, tant réglementaires que législatifs, mais aussi les règles de marché et les usages propres aux marchés dérivés ou aux marchés au comptant. Autrement dit, la disposition se réfère à l'ensemble des normes, quelle que soit leur place hiérarchique, leur nature ou leur portée, permettant ainsi d'englober tous les renseignements susceptibles d'être fournis aux opérateurs dans le cadre de ces marchés particuliers, ce qui rend toutefois difficile l'identification des informations concernées[298]. Cette dernière est d'autant plus compliquée que les marchés d'instruments dérivés ne font pas l'objet d'une réglementation très dense en la matière, et la transparence n'est pas le maître mot même si les obligations en la matière tendent à se développer ces cinq dernières années. Stéphane TORCK a mis en lumière ce phénomène en affirmant que « L'extension de la prohibition des opérations d'initiés

[296] Considérant n° 20 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.

[297] Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014.

[298] *Ibid*.

aux marchés dérivés des matières premières nécessitait très certainement de voir rendues publiques les informations relatives au marché du sous-jacent mais impliquait également qu'il soit tenu compte des spécificités sectorielles de chaque marché. En effet, les marchés dérivés des matières premières ne partagent pas, globalement, les mêmes caractéristiques que le marché des instruments financiers plus traditionnels, de sorte que les hypothèses d'asymétrie d'informations ne peuvent pas recevoir de traitements identiques »[299]. C'est encore moins le cas des marchés physiques de matières premières qui ne supposent pas non plus la diffusion d'informations récurrentes[300].

398. Les informations auxquelles les participants à un marché de produits dérivés peuvent s'attendre en droit français : Bien que l'article 621-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers n'évoque que la confidentialité des informations relatives aux produits de base, et non son caractère sensible, il explique que de telles informations ont un caractère privilégié seulement s'il s'agit de renseignements que « les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments financiers dérivés ou ces contrats commerciaux sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés ». Il ne s'agit donc pas, comme dans le texte européen, d'un paramètre lié à l'évaluation de la sensibilité de l'information, mais bien de l'un des trois critères au sens de la réglementation de l'autorité française, qui permet de caractériser une information privilégiée relative aux instruments dérivés ou aux contrats commerciaux sur produits de base. Par ailleurs une autre différence survient entre les deux textes : alors que l'article 7, 2. du règlement européen du 16 avril 2014 vise à la fois les sources écrites, tels que les dispositions législatives et réglementaires du droit européen et des droits nationaux, l'article 621-2 se limite à évoquer les pratiques de marché admises. Enfin, au sein du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la communication périodique des informations ayant trait aux instruments dérivés ou aux contrats commerciaux sur produits de base ou leur diffusion « *en application de la loi, des règlements ou des règles de marché, de contrats ou d'usages propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments*

[299] Stéphane TORCK, « Définition de l'information privilégiée sur les marchés des *commodities* : l'essentiel reste à faire », *Bull. Joly Bourse*, 1er février 2015, n° 2, pp. 57-60.

[300] Stéphane TORCK, « L'information privilégiée sur les marchés dérivés de matières premières, un saut dans l'inconnu », *Bull. Joly Bourse* 1er sept. 2015, n° 9, pp. 395-397.

financiers dérivés sur produits de base concernés », ne déterminent pas le contexte dans lequel doit être évaluée la sensibilité de telles informations puisqu'un tel caractère n'apparaît pas dans ce texte ; elles sont seulement destinées à déterminer si ces informations sont de celles que les utilisateurs des marchés concernés s'attendraient raisonnablement à recevoir conformément aux pratiques de marché admises. Bien que la disposition française soit rédigée différemment du texte européen, il est possible de retrouver la même difficulté quant à l'identification des données concernées par une telle publication.

399. Les informations auxquelles les participants à un marché de produits dérivés peuvent s'attendre en droit italien : L'article 181, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière, qui n'a toujours pas été mis en conformité avec les nouvelles exigences du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014, à l'image du texte français, exige non seulement que l'information relative aux instruments dérivés sur marchandises soit confidentielle, mais également qu'il s'agisse d'un renseignement que « *les participants au marché sur lesquels de tels instruments dérivés sont négociés s'attendent à recevoir en vertu des pratiques admises sur ces marchés* »[301]. La note explicative qui accompagne la disposition renvoie au règlement « Marchés » n° 16191 adopté par la Consob le 29 octobre 2007[302], puis modifié ultérieurement à multiples reprises. L'article 42 de ce règlement énonce, à l'image de l'article 621-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, que constitue une telle information celle qui « *a) est périodiquement mise à la disposition de leurs utilisateurs* » ou qui « *b) est rendue publique en application de la loi, des règlements ou des règles de marché, de contrats ou d'usages propres à ces marchés ou aux marchés de marchandises sous-jacents* »[303].

400. La définition des pratiques de marché admises : En vertu de l'article 1, 5) de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, les pratiques de marché admises sont « *les*

[301] Texte original : « *che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati* » (art. 181, al. 2, TUF).

[302] 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 ».

[303] Texte original : *« a) sono messe abitualmente a disposizione dei partecipanti a tali mercati, o b) sono soggette all'obbligo di divulgazione a norma di disposizioni legislative e regolamentari, nonché di regole, contratti e usi vigenti su tali mercati o sui mercati delle merci sottostanti* » (art. 42, al. 1er, *a*) et *b*), TUF).

pratiques qui sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qui sont acceptées par l'autorité compétente conformément aux orientations adoptées par la Commission ». La définition a été reprise par l'Autorité des marchés financiers pour être insérée dans l'article 612-1 de son règlement général[304] et par les autorités italiennes qui l'ont transposée dans l'article 180, 1), *c*) du texte unique en matière d'intermédiation financière[305]. Ce sont donc les autorités nationales de surveillance des marchés qui posent les critères d'admission des pratiques de marché à l'image de ce qui était proposé dans le considérant 21 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, qui précisait que « *L'autorité compétente peut fournir des orientations quant aux matières relevant de la présente directive, par exemple, sur la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base ou sur la mise en œuvre de la définition des pratiques de marché admises dans le cadre de la définition des manipulations de marché* ».

401. Les critères d'admission des pratiques de marché pouvant aider à l'identification des informations auxquelles les opérateurs peuvent raisonnablement s'attendre : L'article 40 du règlement « Marchés » pris par la Consob[306] fait expressément référence à l'information privilégiée consacrée aux instruments dérivés sur marchandises pour ensuite énoncer les critères d'admission des pratiques de marché. Ces critères sont identiques à ceux contenus dans l'article 612-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Les éléments utiles à l'acceptation ou non d'une pratique de marché par les autorités nationales de surveillance des marchés sont directement issus du paragraphe III du document regroupant les « *orientations et informations pour une mise en œuvre commune de la directive* [abus de marché] » élaboré par le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR ou *Committee of European Securities*

[304] L'article 612-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose en effet que « *Sont considérées comme des « pratiques de marché admises » les pratiques susceptibles d'être mises en œuvre sur un ou plusieurs marchés financiers et acceptées par l'AMF* ».

[305] L'article 180, 1), *c*) indique que les pratiques de marchés admises sont *« les pratiques dont il est raisonnable d'attendre qu'elles existent sur un ou plusieurs marchés et qui sont acceptées ou identifiées par la Consob conformément aux dispositions d'exécution de la directive 2003/6/CE du parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003* » ; texte original : « *prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003* ».

[306] Regolamento n. 16191 della Consob del 29 ott. 2007 ci-dessus mentionné.

Regulators)[307]. Il s'agit d'un comité indépendant de régulateurs qui poursuit trois objectifs : « Le premier est d'assurer la coordination entre les différents régulateurs européens par un renforcement de la coopération et de la consultation. Il prône la mise en place de mécanismes opérationnels afin de réaliser la création d'un marché financier européen. Le deuxième consiste en une activité de conseil auprès de la Commission européenne, particulièrement pour l'implémentation des mesures d'application dérivées des directives européennes. Le troisième est de renforcer le pouvoir législatif dans les différents pays européens »[308]. Ces critères correspondent au « *degré de transparence de la pratique concernée au regard de l'ensemble du marché* »[309] ; au « *besoin de sauvegarder le libre jeu du marché et l'interaction de l'offre et de la demande* »[310] en tenant compte en particulier de l'incidence de la pratique sur les cours moyens des bien ou valeurs échangés au cours d'une séance boursière quotidienne[311] ; à « *l'importance des effets de la pratique concernée sur la liquidité et l'efficience du marché* »[312] ; à « *la mesure dans laquelle la pratique concernée prend en compte les mécanismes de négociation du marché concerné et permet aux participants à ce marché de réagir de manière adéquate et rapide à la nouvelle situation de marché qu'elle a créée* »[313] ; au « *risque que représente la pratique concernée pour l'intégrité des marchés qui s'y rattachent directement ou indirectement, sur lesquels se négocie le même instrument financier dans l'Union européenne, qu'ils soient ou non réglementés* »[314] ; aux « *conclusions de tout contrôle ou de toute enquête sur la pratique de marché concernée réalisé par l'AMF, par toute autre autorité ou entreprise de marché avec laquelle l'AMF collabore, par tout autre autorité ou entreprise de marché qui agit par délégation de l'AMF, sous la responsabilité de celle-ci ou par les autorités judiciaires agissant sur saisine de l'AMF, en particulier lorsque la pratique concernée a enfreint des règles ou dispositions destinées à prévenir les abus de marché ou des codes de conduite, que ce soit sur le marché concerné ou sur des marchés directement ou indirectement liés au sein de l'Union*

[307] CESR – Market Abuse Directive – Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, réf. Cesr/04-505b, décembre 2004.

[308] Caroline FOURNIER-ÉMONET, Lila SAYEGH-GUERMAS, *La règlementation des marchés financiers européens*, Economica, Coll. « Gestion poche », 2007, p. 33.

[309] Art. 612-2, I, al. 1er, 1°, RG AMF et 40, al. 1er, *a*), Règlement « Marchés ».

[310] Art. 612-2, I, al. 1er, 2°, RG AMF et 40, al. 1er, *b*), Règlement « Marchés ».

[311] Art. 612-2, I, al. 2, RG AMF et 40, al. 2, Règlement « Marchés ».

[312] Art. 612-2, I, al. 1er, 3°, RG AMF et 40, al. 1er, *c*), Règlement « Marchés ».

[313] Art. 612-2, I, al. 1er, 4°, RG AMF et 40, al. 1er, *d*), Règlement « Marchés ».

[314] Art. 612-2, I, al. 1er, 5°, RG AMF et 40, al. 1er, *e*), Règlement « Marchés ».

européenne »[315] ; et aux « *caractéristiques structurelles du marché concerné, en particulier son caractère réglementé ou non, les types d'instruments financiers négociés et les types de participants à ce marché, notamment l'importance relative de la participation des investisseurs non professionnels* »[316].

L'examen de ces critères fait clairement apparaître la limite à la légitimité des pratiques de marché : ces dernières peuvent être acceptées par les autorités nationales de surveillance des marchés dès lors qu'elles ne favorisent pas l'altération de l'évolution « normale » de la formation des cours des valeurs échangées. En réalité, une pratique déterminée sera rejetée dès lors qu'elle est susceptible de favoriser l'envoi de fausses indications aux marchés, et donc d'induire en erreur les individus qui y opèrent, empêchant ainsi un fonctionnement régulier et transparent de ces derniers. Ainsi, c'est bien l'intégrité des marchés financiers qui doit être préservée par le rejet des pratiques qui perturbent la bonne marche des plateformes d'échange. Les études ayant trait aux pratiques de marché contribuent à différencier les conduites licites des conduites illicites et, dans une certaine mesure, à prévenir les abus de marché en écartant les comportements considérés comme dangereux car susceptibles d'altérer le fonctionnement régulier des marchés. C'est sûrement parce que l'identification de ces pratiques tend à protéger les abus de marché, et donc à « réguler » les marchés, que les critères d'admission sont identiques dans les différents États membres. Il est possible de retrouver ici l'harmonisation très forte qui avait également pu être constatée en matière d'information financière, la prévention des infractions boursières permettant de favoriser le développement d'un marché unique fort et stable.

Bien que des éléments d'évaluation des pratiques de marché aient été posés, la détermination des conduites acceptées reste parfois ardue, ce qui rend difficile l'interprétation de l'information privilégiée relative aux instruments financiers dérivés et aux contrats sur matières premières. La deuxième définition spéciale, ayant pour objet les quotas d'émission des gaz à effet de serre, est à peine plus simple à appréhender.

2. *L'information privilégiée relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre*

[315] Art. 612-2, I, al. 1er, 6°, RG AMF et 40, al. 1er, *f*), Règlement « Marchés ».

[316] Art. 612-2, I, al. 1er, 7°, RG AMF et 40, al. 1er, *g*), Règlement « Marchés ».

402. La définition européenne de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre : L'article 7, 1., c) du règlement européen n° 596/2014 du 16 avril 2014 précise que « *pour les quotas d'émission ou les produits mis aux enchères basés sur ces derniers, une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs instruments de ce type, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ». Les quotas d'émission sont définis à l'article 3, c) de la directive n° 2003/87/CE du 13 octobre 2003[317] ; le terme de « quota » correspond au « *quota autorisant à émettre une tonne d'équivalent-dioxyde de carbone au cours d'une période spécifiée, valable uniquement pour respecter les exigences de la présente directive, et transférable conformément aux dispositions de la présente directive* »[318]. Les gaz à effet de serre sont ceux qui sont énumérés à l'annexe II de la même directive[319].

Cette deuxième définition spéciale de l'information privilégiée ressemble davantage à la définition générale, puisqu'elle reprend les caractères de précision, confidentialité et sensibilité et parce que sa structure est exactement la même ; seul l'objet change et il réside dans les quotas d'émission de gaz à effet de serre ou les produits mis aux enchères basés sur ces quotas. Par conséquent, les remarques sur l'appréciation de la sensibilité des renseignements formulées à propos de la définition globale devraient pouvoir valoir pour cette deuxième définition spécifique : la sensibilité sera donc vraisemblablement appréciée par le biais d'une évaluation *in concreto* et *ex ante*, à partir de l'ensemble des éléments connus au moment où lesdits renseignements ont été utilisés ou communiqués.

403. La confidentialité de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission et règles de publicité dans le cadre des mises aux enchères : Il semblerait cohérent qu'une information relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre perde son caractère confidentiel une fois qu'elle est accessible au public, ce qui peut se traduire

[317] Directive 2003/87/CE du 13 oct. 2003, établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la Communauté et modifiant la directive 96/61/CE du Conseil, *J.O.U.E.* L 275 du 25 oct. 2003, pp. 32-46.

[318] Art. 3, a) de la directive 2003/87/CE.

[319] Art. 3, c) de la directive 2003/87/CE.

notamment par le respect des obligations de publication en la matière posées par la directive précitée n° 2003/87/CE du 10 octobre 2003. Le considérant 13 de cette directive explique sur ce point qu'« *Afin de garantir la transparence, le public devrait avoir accès aux informations relatives à l'allocation de quotas et aux résultats de la surveillance des émissions* ». Quant à l'article 17 de ce même texte, intitulé « *Accès à l'information* », il précise que « *Les décisions relatives à l'allocation de quotas ainsi que les déclarations d'émission requises en vertu de l'autorisation d'émettre des gaz à effet de serre et détenues par l'autorité compétente sont mises à la disposition du public par cette autorité* ». L'article 10 de la directive n° 2009/29/CE du 23 avril 2009[320] a organisé la procédure de mise aux enchères des quotas d'émission, qui se substitue à l'allocation prévue initialement, entraînant ainsi une modification de la précédente directive du 10 octobre 2003. A présent, l'article 10 dans sa nouvelle version, prévoit dans son 4., alinéa 2, b) que « *Les mises aux enchères sont conçues de manière à garantir : que tous les participants aient accès simultanément aux mêmes informations et que les participants ne compromettent pas le fonctionnement de la mise aux enchères* ». Par ailleurs, l'article 19 de la directive n° 2009-29 a inséré un article 15-*bis* à la précédente directive du 10 octobre 2003 qui impose dans son alinéa 1er que « *Les États membres et la Commission veillent à ce que l'ensemble des décisions et des rapports concernant la quantité et la distribution des quotas, ainsi que la surveillance, la déclaration et la vérification des émissions, soit immédiatement et systématiquement diffusé de manière à garantir un accès non discriminatoire à ces informations* ». À la lecture de ces textes, il semble concevable que les informations relatives aux quotas d'émission deviennent publiques dès lors qu'elles sont diffusées dans les hypothèses évoquées au sein de ces dispositions, c'est-à-dire soit dans le cadre d'une décision d'allocation de quotas à une installation, soit dans le cadre d'une mise aux enchères de ces quotas. En l'absence d'accessibilité au public de ces données, leurs détenteurs devraient ainsi s'abstenir de les utiliser pour réaliser une opération ou de les communiquer, à peine de commettre les infractions sanctionnées aux articles 8 et 10 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[321]. Ce sera notamment le cas des personnes qui travaillent pour le compte des

[320] Directive 2009/29/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 avril 2009 modifiant la directive 2003/87/CE afin d'améliorer et d'étendre le système communautaire d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre, *J.O.U.E.* L 140 du 5 juin 2009, pp. 63-87.

[321] 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

États membres ou des organismes publics chargés d'allouer les quotas d'émission aux différents exploitants et de contrôler que ceux-ci respectent leurs engagements[322].

404. L'obligation spécifique de publier les informations privilégiées pesant sur les participants aux marchés des quotas d'émission : L'article 17, 2. du règlement européen du 16 avril 2014 dispose que « *Tout participant au marché des quotas d'émission publie efficacement et en temps opportun les informations privilégiées relatives aux quotas d'émission qu'il détient du fait de ses activités, y compris les activités aéronautiques définies à l'annexe I de la directive 2003/87/CE ou les installations au sens de l'article 3, point e), de ladite directive que le participant concerné, son entreprise mère ou une entreprise liée possède ou contrôle ou pour lesquelles le participant, son entreprise mère ou une entreprise liée est chargé des questions opérationnelles, dans leur ensemble ou en partie. En ce qui concerne les installations, cette publication comprend des informations pertinentes sur leur capacité et leur utilisation, y compris toute indisponibilité prévue ou imprévue de ces installations* ». L'annexe III de la directive n° 2003/87/CE de la directive du 10 octobre 2003[323] précitée indique comment doivent être alloués les quotas d'émission par les États membres et quels critères conduisent à leur limitation. Sont pris en compte à titre d'exemple, le seuil au-dessous duquel l'État s'est engagé à diminuer ses émissions, sa politique énergétique, les changements climatiques intervenus, l'activité menée par l'exploitant bénéficiaire de quotas, etc. Cependant, ne sont pas seulement pris en compte, dans cette disposition, les quotas alloués par les États membres : sont également visés les quotas détenus par les

---

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.

[322] Cf. le considérant n° 21 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 qui explique que : « *En vertu de la directive 2003/87/CE du Parlement européen et du Conseil (2), la Commission, les États membres et les autres organismes officiellement désignés sont, entre autres, chargés de la délivrance technique des quotas d'émission, de leur attribution gratuite aux secteurs industriels et aux nouveaux entrants remplissant les conditions requises et plus généralement du développement et de la mise en œuvre du cadre de la politique climatique de l'Union sur lequel repose l'offre de quotas d'émission aux acheteurs assujettis au système d'échange de quotas d'émission de l'Union. Dans l'exercice de ces missions, ces organismes publics peuvent, entre autres, avoir accès à des informations non publiques susceptibles d'influencer les cours et, en vertu de la directive 2003/87/CE, ils peuvent avoir à effectuer certaines opérations sur le marché concernant les quotas d'émission* **».**

[323] Directive 2003/87/CE du 13 oct. 2003, établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la Communauté et modifiant la directive 96/61/CE du Conseil, *J.O.U.E.* L 275 du 25 oct. 2003, pp. 32-46.

participants aux marchés du fait de l'obtention de nouveaux quotas grâce aux procédures de mise aux enchères prévues par la directive 2009/29/CE du 23 avril 2009[324].

405. L'absence de référence au sein de la définition italienne de l'information privilégiée aux quotas d'émission de gaz à effet de serre : La législation française, contrairement à l'Italie, avait anticipé cette extension européenne de l'objet de l'information privilégiée et avait étendu la répression des abus de marché aux quotas d'émission de gaz à effet de serre susceptible d'être échangés sur des plateformes agrées à cet effet, tant pour les délits pénaux que pour les manquements administratifs. La modification est intervenue par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010[325], qui a décliné la notion de « marché réglementé » de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier à ces actifs particuliers, et qui les a inclus dans l'objet de l'information privilégiée mentionnée à l'article L. 465-1 du même code. Ainsi, celle-ci peut également concerner « *les perspectives d'évolution* »[326] des « *quotas d'émission de gaz à effet de serre définis à l'article L. 229-15 du code de l'environnement et sur les autres unités visées au chapitre IX du titre II du livre II du même code* »[327] négociés sur les marchés réglementés prévus à cet effet. Dans cette disposition, il est donc possible de retrouver à la fois les quotas d'émission et les produits mis aux enchères qui leur sont liés, à l'image de ce qui est prévu en droit européen. Au contraire, le texte unique en matière d'intermédiation financière italien ne contient aucune référence à ces actifs, ce qui devrait évoluer sous peu au vu de l'applicabilité au 3 juillet 2016, en droit interne, des dispositions du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 qui prévoit la définition de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission dans son article 7, 1., c).

[324] Directive 2009/29/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 avril 2009 modifiant la directive 2003/87/CE afin d'améliorer et d'étendre le système communautaire d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre, *J.O.U.E.* L 140 du 5 juin 2009, pp. 63-87.

[325] Loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247 du 23 oct. 2010, p. 18984.

[326] Art. L. 465-1, al. 1er, C. mon. fin.

[327] Art. L. 421-1, II, C. mon. fin. auquel renvoie l'article L. 465-1, al. 1er, C. mon. fin.

406. La définition de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission par l'Autorité des marchés financiers : De son côté, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers a été complété par un arrêté du 22 février 2011[328] par un article 742-1, qui donne une définition de l'information appliquée aux quotas d'émission de gaz à effet de serre, calquée sur la définition générale de l'article 621-1 du même texte[329]. Selon le règlement de l'Autorité française, il s'agit de l'information qui concerne « *directement ou indirectement, une ou plusieurs catégories de quotas d'émission* ». Son objet est donc plus restreint par rapport à celui de la disposition européenne, qui comprend à la fois les quotas d'émission et les produits mis aux enchères basés sur ces derniers, à moins que l'adverbe « indirectement » puisse autoriser à englober ces actifs. Seulement, une telle interprétation n'est pas, au premier abord[330], certaine puisque l'article 7 du règlement européen utilise aussi cet adverbe en mentionnant toutefois les deux sortes d'actifs. Il semble donc y avoir une inégalité entre la définition de l'information privilégiée réglementaire française d'une part, et les définitions européenne et législative française, d'autre part.

La limitation de l'article 742-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers aux seuls quotas d'émission n'est pas acceptable, puisque les autres produits qui sont mis aux enchères le sont sur des plateformes réglementées prévues à cet effet. Ainsi, il est incohérent que des actifs qui sont échangés selon des modalités similaires, voire identiques, soient protégés de façon différente à l'encontre des abus de marché. Cela est d'autant moins compréhensible que les informations à publier dans le cadre des mises aux enchères ne regardent pas seulement les quotas d'émission et qu'elles sont destinées à garantir un accès égalitaire et non discriminatoire à tous les participants ; il convient d'ailleurs de rappeler sur ce point que l'égalité d'accès aux renseignements pertinents pour les investisseurs ou participants aux marchés est justement la valeur sociale protégée par les incriminations relatives aux abus d'informations privilégiées, au

---

[328] Arrêté du 22 fév. 2011 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0051 du 2 mars 2011, p. 3827.

[329] L'article 742-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dispose que « *Une information privilégiée est une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, une ou plusieurs catégories de quotas d'émission et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le prix auquel les offres seraient faites sur le compartiment enchères, ou d'avoir une influence sensible sur le cours des quotas d'émission concernés ou des contrats financiers ayant pour sous-jacent un quota d'émission* ».

[330] V. cependant le paragraphe suivant des présents travaux consacré à la précision de l'information privilégiée ayant pour objet les quotas d'émission de gaz à effet de serre.

moins dans leur versant pénal. Il est vrai que pour les manquements administratifs, c'est davantage la protection de l'épargne investie et le fonctionnement des marchés que l'autorité tend à préserver ; néanmoins, les investisseurs ne pourront avoir confiance en les marchés, quel que soit le produit échangé, instruments financiers classiques, quotas d'émission ou produits basés sur ces derniers, que s'ils sont suffisamment informés pour opérer en toute sérénité.

407. La précision de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre : A l'image de la définition générale de l'information privilégiée et de celle consacrée aux instruments dérivés sur matières premières, la deuxième définition spéciale est également caractérisée par sa précision et sa sensibilité. Dans le règlement européen du 16 avril 2014, ces caractères ne sont expliqués qu'une seule fois au sein de l'article 7, 2. pour la précision et 7, 4. pour la sensibilité qui s'appliquent à toutes les notions d'informations privilégiées. De même, l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier ne donne pas d'indications supplémentaires quant au moyen d'établir la sensibilité et la précision de l'information privilégiée ayant pour objet les quotas d'émission, ce qui n'est pas étrange néanmoins, puisque toutes les propriétés de l'information privilégiée objet des délits français d'abus d'informations privilégiées ont été dégagées par la jurisprudence.

Au contraire, l'article 742-1, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers a adapté le caractère de précision à cette deuxième définition spéciale en expliquant qu'« *Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le prix auquel les offres seraient faites sur le compartiment enchères ou sur le cours des quotas d'émission concernés ou des contrats financiers ayant pour sous-jacent un quota d'émission* ». La disposition présente la même structure que l'article 621-1, alinéa 2 du même règlement relatif à la précision de l'information privilégiée à caractère général. Ainsi, la précision est à nouveau évaluée par référence à l'objet de l'information qui réside dans des « *circonstances ou évènements* », et à la lumière des conséquences potentielles de leur survenance. Les effets devant être anticipés par les détenteurs de l'information sont ceux qui sont susceptibles d'affecter, au moment de sa publication, le prix des offres formulées lors des ventes aux enchères, ainsi que le cours

des quotas d'émission ou des contrats financiers ayant pour sous-jacent un quota d'émission. Il semble probable que le sens donné à l'expression « *effet possible* » par la Cour de justice de l'Union européenne soit étendu à cette information privilégiée spéciale, encourant ainsi les critiques déjà formulées[331].

L'ampleur du domaine d'estimation de la précision de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission est intéressante, puisqu'elle indique qu'un tel renseignement sera précis même si la valeur affectée est celle d'un produit dérivé des quotas d'émission. Or, dans le paragraphe précédent, la question se posait de savoir si l'adverbe « indirectement » contenu dans la deuxième définition spéciale permettait d'inclure les données relatives aux produits basés sur les quotas d'émission. La notion de précision telle qu'à présent définie semble conforter une réponse affirmative, puisque si un participant aux plateformes de mises aux enchères peut tirer des conclusions quant à des effets sur les contrats financiers basés sur les quotas d'émission, c'est que l'information qu'il possède regarde au moins indirectement lesdits contrats.

408. La sensibilité de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre dans le règlement européen : Comme cela a été expliqué précédemment, le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[332] précise le caractère de sensibilité de façon générale ; il n'en donne pas une acception spécifique à l'information relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre. Cependant, l'article 7, 4., alinéa 2 dudit règlement pose une présomption d'absence de sensibilité lorsque « *les émissions cumulées ou [la] puissance thermique nominale* » sont « *inférieures ou égales au seuil fixé conformément à l'article 17, paragraphe 2, deuxième alinéa* » du même règlement, étant donné qu'il prévoit que dans cette hypothèse, « *les informations relatives à leurs activités matérielles sont réputées être dépourvues d'effet significatif sur le prix des quotas d'émission, des produits mis aux enchères basés sur ces derniers ou sur le cours des instruments financiers dérivés* ». L'article 17, 2., alinéa 2 dispose que « *Le premier alinéa ne s'applique pas à un participant au marché des quotas d'émission lorsque*

[331] C.J.U.E., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*, § 38 ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359, obs. Frédéric STASIAK.

[332] 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.

les installations ou activités aéronautiques qu'il possède ou contrôle, ou dont il est responsable, ont présenté au cours de l'année précédente ***des émissions égales ou inférieures à un seuil minimal d'équivalent-dioxyde de carbone*** *et, lorsqu'il exerce des activités de combustion, ont présenté* ***une puissance thermique nominale égale ou inférieure à un seuil minimal*** »[333] et le seuil visé dans cette disposition correspond au seuil minimal d'équivalent-dioxyde de carbone[334]. La présomption n'apparaît pas complètement justifiée. Lorsque de multiples exploitants n'utilisent que très peu des quotas d'émission dont ils bénéficient et décident de les mettre aux enchères, alors l'information relative à cette utilisation minimale peut devenir importante : si les éventuels acquéreurs ont connaissance de cette situation, ils en déduiront que nombreux sont les quotas d'émission proposés à la vente et par conséquent, ils seront peut-être moins enclins à augmenter le prix d'acquisition des quotas, ce qui entraînera une diminution de leur valeur. Au contraire, si les potentiels acquéreurs ont connaissance du fait que peu de quotas sont disponibles et mis en vente, alors les exploitants qui ont réellement besoin de quotas supplémentaires ont sûrement tendance à proposer un prix d'achat plus élevé, entraînant ainsi une hausse de la valeur des quotas d'émission. C'est pourquoi, il parait concevable d'admettre que peu importe la quantité de gaz à effet de serre émise par un exploitant, l'information qui porte sur cet élément semble toujours, ou du moins souvent, susceptible d'avoir un effet sur la valeur des quotas d'émission, en particulier si elle est combinée avec d'autres informations de même nature.

409. La sensibilité de l'information privilégiée relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers : En France, l'article 742-1, alinéa 3 de l'autorité de surveillance des marchés est à nouveau construit sur le modèle de l'article 621-1, même alinéa du même règlement Ainsi, l'information privilégiée ayant pour objet les quotas d'émission est sensible, dès lors que « *si elle était rendue publique* […] *un intervenant raisonnable serait*

[333] Mis en gras par nous.

[334] Selon la directive n° 2003/87/CE du 23 octobre 2003, la « tonne d'équivalent de dioxyde de carbone » s'entend d'une « *tonne métrique de dioxyde de carbone (CO2) ou une quantité de tout autre gaz à effet de serre* » (art. 3, j) de la directive 2003/87/CE du 13 oct. 2003, établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la Communauté et modifiant la directive 96/61/CE du Conseil, *J.O.U.E.* L 275 du 25 oct. 2003, pp. 32-46).

susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'intervenir sur le marché ». La sensibilité s'apprécie largement puisqu'elle est évaluée par référence au « *prix auquel les offres seraient faites sur le compartiment enchères* » ou au « *cours des quotas d'émission concernés ou des contrats financiers ayant pour sous-jacent un quota d'émission* ». Ainsi, les difficultés ayant trait à la notion d'« *investisseur raisonnable* » peuvent être réitérées, tout comme pouvaient être répétées les critiques à l'encontre de la formule « *effet possible* » liée à la précision des informations privilégiées.

3. L'information privilégiée relative aux personnes chargées d'exécuter les ordres de transactions boursières

410. L'information privilégiée relative aux personnes chargées d'exercer des ordres boursiers : L'article 7, 1., d) du règlement européen du 16 avril 2014[335] dispose que « *pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, il s'agit aussi de toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client concernant des instruments financiers, qui est d'une nature précise, qui se rapporte, directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs ou à un ou plusieurs instruments financiers et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours de ces instruments financiers, le cours de contrats au comptant sur matières premières qui leur sont liés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ». L'article 2003/6/CE du 28 janvier 2003[336] prévoyait déjà ce type d'informations, mais elle était limitée à celles qui étaient susceptibles d'influencer le cours des instruments financiers et des instruments dérivés qui leur étaient liés ; l'extension de la réglementation par le nouveau texte a conduit les autorités européennes à inclure les renseignements susceptibles d'impacter les contrats au comptant sur matières premières[337]. Contrairement à l'article 621-3 du règlement

[335] 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.

[336] 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.

[337] Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015 n° 9, pp. 385-394.

général de l'Autorité des marchés[338], l'article 181, alinéa 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière n'a pas encore pris en compte cette modification ; ainsi, il restreint toujours l'information privilégiée pour les personnes en charge d'exécution d'ordres boursiers aux données concernant les émetteurs et les instruments financiers qu'ils diffusent[339].

411. Une notion d'information privilégiée liée à l'activité de son détenteur : Cette troisième définition spéciale, si elle est en partie déterminée par son objet et par les caractéristiques habituelles de confidentialité, précision et sensibilité, est également en lien direct avec la qualité de son détenteur et le moyen par lequel celui-ci l'a obtenue. Ce dernier représente un professionnel des marchés, qui exécute des transactions boursières au nom d'un client qui lui a justement fourni lesdites données. La déclinaison de l'information aux personnes chargées de l'exécution des transactions est destinée à éviter la pratique du « *front running* », qui consiste pour les intermédiaires à intervenir sur le marché pour leur propre compte, en anticipant les effets des opérations auxquelles ils procèdent au nom de leurs clients lorsque celles-ci sont susceptibles d'influer sensiblement le cours des instruments financiers objet de ces transactions[340]. De cette troisième définition spécifique ressort clairement la valeur sociale des délits

---

338 L'article 621-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit que « *Pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers ou de la négociation des contrats commerciaux, constitue également une information privilégiée toute information transmise par un client qui a trait aux ordres en attente de ce client, est d'une nature précise, se rapporte, directement ou indirectement, à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers ou à des contrats commerciaux et serait susceptible, si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou sur le prix ou la valeur des contrats commerciaux ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés* ».

339 L'article 181, alinéa 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose que « *Dans l'hypothèse des personnes en charge de l'exécution d'ordres relatifs aux instruments financiers, l'information privilégiée s'entend également de l'information transmise par l'un de ses clients et qui concerne, directement et indirectement, un ou plusieurs émetteurs ou les instruments financiers qu'ils diffusent, qui si elle rendue publique, pourrait influer de façon sensible sur le cours d'instruments financiers* » ; texte original : « *Nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari* ».

340 Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 21 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 391-392.

d'abus d'informations privilégiées, à savoir assurer l'égalité des investisseurs dans les conditions de négociation, en interdisant l'exploitation ou l'utilisation de toute situation de privilège d'information.

4. L'information privilégiée française relative à la commission d'un crime ou d'un délit

412. L'information privilégiée de l'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier français : L'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier prévoit une information privilégiée de nature particulière ; il s'agit des renseignements qui concernent la commission d'un crime ou d'un délit. Cette catégorie a été ajoutée par la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001[341] en réponse aux délits d'initiés qui seraient survenus avant les attentats à l'encontre des États-Unis d'Amérique[342] survenus le 11 septembre 2001. Alors que les autorités européennes, le législateur italien et l'Autorité des marchés financiers française ont opté pour la création d'une nouvelle catégorie d'initiés, qui correspond aux personnes qui détiennent une information privilégiée en raison de leur participation à la préparation ou à l'exécution d'une infraction, le législateur français a opéré de façon originale en prévoyant une information privilégiée avec un objet particulier, susceptible d'aggraver la répression lorsque son existence est caractérisée.

413. La signification de l'information privilégiée relative à la commission d'un crime ou d'un délit : L'article 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier dispose dans sa dernière partie que « *Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre* ». Il s'agit donc bien d'une information privilégiée spéciale dont l'objet réside dans la réalisation d'une infraction de nature criminelle ou délictuelle, ce qui exclut sans hésitation les contraventions. Se pose toutefois la question de savoir si le terme « commission » se

[341] Loi n° 2001-1062 du 15 nov. 2001 relative à la sécurité quotidienne, *J.O.R.F.* n°266 du 16 nov. 2001, p. 18215.

[342] Les observateurs des marchés financiers ont pu constater l'acquisition de nombreuses options de vente relatives aux compagnies aériennes auxquelles appartenaient les avions ayant frappé les *Twin Towers* et aux sociétés dont le siège était situé à proximité du lieu des attentats.

réfère à la réalisation de la seule conduite prohibée, ou s'il peut également englober les actes préparatoires de l'infraction. La finalité même de cette disposition, qui consiste à sanctionner toute action sur le marché en anticipant les conséquences qui résulteront de l'annonce au public de la survenance de telle ou telle infraction, incite à opter pour l'interprétation la plus stricte. En effet, si le crime ou le délit n'est pas commis pour quelque raison que ce soit, l'information ne sera pas publiée et par conséquent, les transactions accomplies n'engendreront aucune altération des cours. En revanche, si l'infraction survient, ou si les autorités en ont connaissance notamment parce qu'elles en empêchent la réalisation, et que cette nouvelle vient à être communiquée, les personnes qui auront procédé à des opérations boursières auront la possibilité de tirer des bénéfices de leur action. Néanmoins, il a été indiqué précédemment, notamment par rapport à la définition générale de l'information privilégiée, qu'il était indifférent, pour que l'information soit précise, que l'événement qui en constitue l'objet soit certain et se réalise effectivement ou non. Par conséquent, la seule connaissance du fait qu'une infraction est sur le point d'être commise, et donc qu'elle est certainement en préparation, est susceptible de représenter un événement caractéristique de l'information privilégiée. C'est pourquoi, il semble possible d'admettre que cette dernière est caractérisée que les auteurs du crime ou du délit soient seulement en train de préparer l'infraction ou qu'ils aient commencé son exécution.

Après avoir défini dans tous ses aspects l'information privilégiée, il convient de présenter ses détenteurs.

Paragraphe 2. Les disparités relatives aux catégories d'initiés françaises et italiennes

414. Présentation et définition de la notion d'initié : La notion d' « initié » n'était expressément utilisée ni dans les normes communautaires, ni dans les normes françaises, ni dans les normes italiennes. Cependant, elle était employée par la doctrine française, alors que les auteurs italiens lui préféraient, et lui préfèrent toujours, le terme anglais « *insider* ». Celle-ci désigne une personne qui détient une information privilégiée au sens précédemment défini. Les initiés se trouvent donc dans une situation avantageuse par rapport aux autres investisseurs et représentent les auteurs potentiels d'abus d'informations privilégiées. Ils ont toujours été divisés en catégories, en cercles

composés d'individus qui ont accès plus ou moins facilement aux informations privilégiées, qui sont plus ou moins proches de la source d'information. De ces divers groupes, découle le régime de preuve de l'élément moral des infractions d'abus d'informations privilégiées, que ce soit en France ou en Italie, ce qui dénote *a priori* l'intérêt de la distinction entre les multiples initiés. Bien que la notion ait évoluée, elle a toujours été définie largement. Il convient de retracer les changements intervenus dans la désignation des initiés (A) avant d'analyser les différentes catégories actuelles (B).

A- L'évolution de la notion d'initié

415. La notion originelle d'« initié » dans la directive communautaire n° 89/592/CEE : A l'origine, ces personnes étaient divisées en deux catégories en vertu des articles 2, 1. et 4 de la directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989[343]. Le premier de ces textes sanctionnait les personnes qui détenaient une information privilégiée soit « *en raison de leur qualité de membres des organes de contrôle, de direction ou de surveillance de l'émetteur* » ou « *de leur participation au capital de l'émetteur* », ou « *en raison de l'exercice de leur travail ou de leurs fonctions* ». La seconde de ces dispositions punissait les personnes, autres que celles mentionnées à l'article 2, mais qui avaient obtenu directement ou indirectement de ces dernières une information dont elles avaient conscience du caractère privilégié[344]. En prenant en compte ces individus, la directive du 13 novembre 1989 faisait perdre de sa force et de sa consistance à la notion d'« initié », puisque celle-ci s'appliquait à toute personne ayant réalisé qu'elle possédait une information privilégiée transmise par l'un des sujets mentionnés à l'article 2 de la même directive. Ainsi, potentiellement, chaque individu ayant reçu une information privilégiée de la part de dirigeants ou de participants au capital de l'émetteur devenait initié, sa qualité important peu. Toutefois, cette seconde catégorie de personnes ne pouvait être sanctionnée que pour les utilisations illicites d'informations privilégiées, puisque l'article 3 de la directive, relatif à la communication de tels renseignements et à la

[343] 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.

[344] L'article 4 de la directive visait « *toute personne, autre que celles visées [à l'article 2] qui, en connaissance de cause, possède une information privilégiée, dont l'origine directe ou indirecte ne pourrait être qu'une personne visée à l'article 2* ».

formulation de recommandations sur la base de ces derniers ne visaient pas les « initiés » qui avaient obtenu l'information privilégiée des membres du premier cercle. Cette définition déjà très vaste a été retranscrite dans les ordres juridiques nationaux pour être encore élargie par la suite.

416. Les « initiés » personnes morales de la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989 : L'article 2, 2. de la directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989[345] prévoyait que « *Lorsque les personnes visées au paragraphe 1 sont des sociétés ou d'autres personnes morales, l'interdiction prévue à ce paragraphe s'applique aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à la transaction pour le compte de la personne morale en question* ». Ainsi, une société ou toute autre personne morale qui exerce les fonctions de dirigeants ou participe au capital de l'émetteur peut également être « initiée », par le biais de son représentant personne physique. Par conséquent, un délit d'abus d'informations privilégiées pouvait lui être reproché si son représentant avait participé matériellement à la mise en œuvre de l'opération boursière en approuvant la décision qui autorise cette transaction. En revanche, elle ne pouvait être déclarée coupable de communication illicite d'informations privilégiées, ni de recommandation sur la base de ces données puisque l'article 3 de la même directive ne faisait pas référence aux sociétés ou autres personnes morales.

417. La première notion d'« initié » dans l'ordre juridique italien : La loi n° 157/1991 du 17 mai 1991[346], qui a transposé cette directive, visait également ces personnes auxquelles s'ajoutaient les liquidateurs ou les contrôleurs légaux des comptes. L'article 2, alinéa 1er de ladite loi visait les personnes qui avaient obtenu une information « *du fait de la participation au capital d'une société ou en raison de l'exercice d'une fonction, y compris publique, d'une profession ou d'une charge* »[347] et l'alinéa 3 du même article faisait référence « *aux actionnaires y compris à ceux qui exercent le contrôle de fait la société au sens de l'article 2359 du Code civil, aux administrateurs, aux*

[345] 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.

[346] 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.

[347] Texte original : « *in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio* » (art. 2, al. 1er de ladite loi).

liquidateurs, aux directeurs généraux, aux dirigeants, aux membres du conseil de surveillance et aux contrôleurs légaux des comptes »[348]. Les termes « profession » et « charge » n'étaient pas redondants, puisque le premier paraît évoquer une activité de type libérale, alors que le second semble viser une activité salariée, un emploi au sein de l'émetteur ou d'une autre société[349]. A l'image de ce qui est observable pour le délit d'obstacle aux fonctions des autorités publiques de surveillance de l'article 2638 du Code civil italien[350], le législateur utilise le terme « *dirigeants* » alors que sont déjà mentionnés les administrateurs qui exercent justement la gestion en accomplissant les actes nécessaires à la réalisation de l'objet social[351]. Une telle répétition n'était donc pas opportune. Finalement, étaient également sanctionnés en vertu de l'article 2, alinéa 4 de la loi n° 157/1991 du 17 mai 1991, « *tous ceux qui ont directement ou indirectement obtenu des informations, dont ils ont conscience du caractère confidentiel, de la part des sujets qui possèdent de telles informations en raison de leurs fonctions, de leur profession ou de leur charge* »[352]. Comme pour l'article 4 de la directive n° 89/592/CE, il est possible de constater un élargissement de la notion d' « initié » à toute personne qui possède une information privilégiée en connaissance de cause, faisant perdre à cette qualité sa consistance.

418. La première notion d' « initié » dans l'ordre juridique français en matière pénale : Les initiés pouvaient dès 1989 être sanctionnés par le juge pénal sur le

---

[348] 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* » (art. 2, al. 3 de la même loi).

[349] V. en ce sens Fabrizio HINNA-DANESI qui visait à titre d'exemples des employés, collaborateurs, comptables et conseillers, *in* **«** Le délit d'initié : droit italien », *LPA* 15 juin 1994, n° 71.

[350] Cf. § 111 des présents travaux, pp. 218-220 des présents travaux.

[351] Art. 2380-*bis*, al. 1er, C. civ. it.

Il est vrai que les sociétés par action peuvent depuis le 1er janvier 2004, en vertu du décret législatif n° 6 du 17 janvier 2003 (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), choisir entre un système traditionnel d'organisation, un système dualiste ou un système moniste et que les « administrateurs » font seulement référence à la première de ces trois structures, alors que pour les deux autres, les fonctions de gestion sont exercées par le conseil de gestion et le conseil d'administration. Toutefois, en 1991, il n'existait que le système traditionnel d'organisation des sociétés par action. L'utilisation du terme « *dirigeants* » après la mention des administrateurs ne présente donc pas un réel intérêt.

[352] Texte original : « *tutti coloro che abbiano direttamente o indirettamente ottenuto informazioni, consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio* » (art. 2, al. 4, l. n° 157/1991 du 17 mai 1991).

fondement de l'article 10-1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967[353], issu de la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970[354], et par la Commission des opérations de bourse sur le fondement des articles 9-1 et 9-2 combinés de la même ordonnance. La première disposition visait en premier lieu les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, c'est-à-dire « *le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions* ». Elle visait en second lieu « *toutes autres personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées* ». Il manquait donc, par rapport à la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989[355], les individus qui participent au capital de l'émetteur ; en revanche, l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 évoquait les personnes morales qui exerçaient les fonctions d'administrateurs et de membres du conseil de surveillance, ainsi que leurs représentants permanents. De plus, suite à l'ajout par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 dite de modernisation des activités financières[356] d'un article 10-4 à l'ordonnance du 28 septembre 1967[357], les personnes morales pouvaient également être sanctionnées sur le fondement des abus d'informations privilégiées (utilisation et communication illicites) dans les conditions de l'article 121-2 du Code pénal entré en vigueur au 1er janvier 1994. La directive européenne se limitait en revanche à la sanction des personnes physiques qui agissaient au nom desdites personnes morales en prenant part à la décision d'autoriser l'opération litigieuse

[353] 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.

[354] 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.

[355] 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.

[356] 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.

[357] 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.

effectuée sur le fondement de l'information priviélgiée[358]. Enfin, dans le versant pénal, n'étaient pas visées les personnes autres que celles appartenant aux catégories précédentes et possédant une information privilégiée en connaissance de cause. Elles n'ont été ajoutées que tardivement par la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001[359], qui a créé un alinéa 3 à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, lequel disposait qu'« *Est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance* ».

419. La première notion d'« initié » dans l'ordre juridique français en matière administrative : En vertu de l'article 9-2 de la même ordonnance, la Commission des opérations de bourse pouvait sanctionner l'un des comportements visés à l'article 9-1, dont les conduites qui avaient pour effet de « *procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché* ». La disposition fait notamment référence à l'utilisation d'informations privilégiées, dont les détenteurs étaient mentionnés aux articles 2 à 4 du règlement n° 90-08 de cette autorité[360]. Il s'agissait, là encore, des « *personnes disposant d'une information privilégiée à raison de leur qualité de membres d'organes d'administration, de direction, de surveillance d'un émetteur ou à raison des fonctions qu'elles exercent au sein d'un tel émetteur* »[361], des « *personnes disposant d'une information privilégiée à raison de la préparation ou de l'exécution d'une opération financière* »[362] et des « *personnes auxquelles a été*

[358] Art. 2, 2. de la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989.

[359] Loi n° 2001-1062 du 15 nov. 2001 relative à la sécurité quotidienne, *J.O.R.F.* n°266 du 16 nov. 2001, p. 18215.

[360] 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.

[361] Art. 2, al. 1er du règlement n° 90-08.

[362] Art. 3 du règlement précité.

communiquée une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leurs professions ou de leurs fonctions »[363]. Il ne semblait pas nécessaire de mentionner spécifiquement la seconde catégorie de personnes, puisque la préparation ou l'exécution d'une opération financière intervient nécessairement dans le cadre des fonctions ou de la profession des individus qui y participent, même si dans ce cas, les parties concernées n'ont pas toutes un lien avec l'émetteur. Pour finir, à l'image de ce que prévoyait 4 de la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989, l'article 5 du même règlement réprimait le comportement de « *toute personne qui, en connaissance de cause [possédait] une information privilégiée* » obtenue directement ou directement des individus mentionnés dans les alinéas précédents du même texte. À nouveau, une telle disposition atténuait la force de la notion d'« initié », bien trop diluée. Finalement, qu'il s'agisse de la notion européenne, française ou italienne, la qualité d'initié découlait du fait qu'une personne possède une information privilégiée, et non de la fonction exercée par le sujet concerné ou de son lien avec l'émetteur.

420. L'apport de la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003 : Tous les initiés du texte précédent ont été à nouveau mentionnés dans la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[364], y compris les initiés personnes morales[365]. A ces groupes classiques d'initiés, il en a été ajouté un autre à l'article 2, 1., alinéa 2 de la même directive. Il s'agit de l'« initié criminel », c'est-à-dire « *toute personne qui détient* [une information privilégiée] : […] *d) en raison de ses activités criminelles* ». Cette catégorie a été ajoutée à la suite des attentats du 11 septembre 2001 qui ont frappé les États-Unis. De nombreux délits d'initiés ont été suspectés, du fait de très nombreux achats d'options de vente portant sur les actions émises par les compagnies aériennes dont les avions ont été détournés, et sur les instruments financiers diffusés par les sociétés ayant leur siège au sein ou à proximité des tours qui se sont écroulées, ainsi que par les compagnies d'assurance des ces dernières. L'hypothèse des initiés criminels a été insérée dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers homologué, par arrêté du

[363] Art. 4 du même règlement.

[364] 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.

[365] L'article 2, 2. de ladite directive disposait que « *Lorsque la personne visée au paragraphe 1 est une personne morale, l'interdiction prévue dans ce paragraphe s'applique également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question* ».

12 novembre 2004, à l'article 622-2, alinéa 1er, 4°[366]. En Italie, il a été introduit par la loi du 28 décembre 2005 sur la protection de l'épargne[367] au moment de la création de l'abus d'information privilégiée dans son versant administratif, à l'article 184, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière pour le versant pénal et à l'article 187-*bis*, alinéa 2 du même règlement pour le versant administratif. Pour finir, l' « initié criminel » n' pas a été ajouté en tant que tel dans le Code monétaire et financier français, puisque l'alinéa 3 de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, ajouté par la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001[368], a institué une circonstance aggravante pour l'utilisation ou la communication d'une information privilégiée « *lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit* ». Il ne s'agit donc pas d'une catégorie supplémentaire d'initié, mais plutôt d'un objet singulier pour l'information privilégiée[369].

421. L'élargissement du second cercle d'initiés par la directive du 28 janvier 2003 : Par ailleurs, la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003 a contribué à étendre encore une notion déjà bien vaste. Alors que l'article 4 de la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989[370] considérait comme « initié » tout individu ayant obtenu une information privilégiée de la part des individus composant le premier cercle, l'article 4 de la deuxième directive vise finalement « *toute personne autre que les personnes visées auxdits articles qui détient une information privilégiée et qui sait ou aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* ». Ainsi, la notion a été étendue pour deux raisons : d'une part, du fait de la suppression de la référence à la source d'information et d'autre part, parce que la conscience du caractère privilégié de l'information n'est plus exigée en toute circonstance. La disposition semble indiquer que si le détenteur desdits renseignements aurait pu, en procédant à des vérifications de

[366] 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.

[367] 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.

[368] Loi n° 2001-1062 du 15 nov. 2001 relative à la sécurité quotidienne, *J.O.R.F.* n°266 du 16 nov. 2001, p. 18215.

[369] Cf. *supra* § 412, p. 113 des présents travaux.

[370] 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.

base en vertu d'une prudence « ordinaire », avoir connaissance de la nature particulière des données qu'il possède, alors il est considéré comme initié.

422. La notion actuelle d'initié dans la directive et le règlement européen du 16 avril 2014 : L'article 8, 4., alinéa 1er du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 relatif aux sanctions administratives applicables aux abus de marchés[371], a conservé une notion d'initié très proche de celle qui existait au sein de la directive précédente du 28 janvier 2003. Néanmoins, du fait de l'extension de l'objet de l'information privilégiée aux marchés réglementés au sein desquels sont négociés les quotas d'émission de gaz à effet de serre mis aux enchères, ne sont plus visées les seules personnes qui exercent des fonctions d'administration, de gestion ou de contrôle au sein d'un émetteur, ou celles qui participent au capital de cet émetteur, mais également toutes les personnes qui exercent des fonctions identiques au sein d'un participant aux marchés réglementés de quotas d'émission de gaz à effet de serre et les individus qui possèdent une fraction du capital desdits participants. Ainsi, l'article 8, 4. de ce règlement dispose que : « *Le présent article s'applique à toute personne qui possède une information privilégiée en raison du fait que cette personne : a) est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission ; b) détient une participation dans le capital de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission; c) a accès aux informations en raison de l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou de fonctions ; ou d) participe à des activités criminelles* ». C'est exactement la même définition qui est retenue par l'article 3, 3., alinéa 1er de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 ayant trait aux sanctions pénales applicables aux abus de marché[372]. Par ailleurs, et dans la continuité de ce qui avait été établi dans la première directive du 13 novembre 1989, les abus d'informations privilégiées peuvent

[371] 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.

[372] 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.

être commis par toute personne qui ont conscience de détenir une information privilégiée et qui utilisent ou communiquent cette information[373].

423. La possibilité de retenir la responsabilité des personnes morales : L'article 8, alinéa 1er de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 dispose que « *Les États membres prennent les mesures nécessaires pour que les personnes morales puissent être tenues pour responsables des infractions visées aux articles 3 à 6, commises pour leur compte par toute personne agissant soit individuellement, soit en tant que membre d'un organe de ladite personne morale, et exerçant une fonction dirigeante en son sein* ». Ainsi, par l'intermédiaire des personnes physiques qui exercent une fonction dirigeante ou qui appartiennent à un organe collégial de la personne morale, cette dernière peut se voir reprocher un abus d'information privilégiée, quel que soit sa forme, dès lors que ladite personne physique disposait d'une information privilégiée en connaissance de cause, revêtant par là-même la qualité d'initié, et a adopté l'une des conduites prohibées mentionnées aux articles précédents de la directive pour le compte de la personne morale. La même responsabilité pourra être mise en œuvre dans le cas d'une infraction commise par un préposé revêtant la qualité d'initié, si un défaut de surveillance ou de contrôle de la personne morale a permis la réalisation de l'infraction[374].

424. La notion actuelle d' « initié » dans le texte unique en matière d'intermédiation financière italien : L'article 184, alinéa 1er et l'article 187-*bis*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière, relatif aux abus d'informations privilégiées, respectivement dans leur versant pénal puis administratif, visent « *quiconque, possède des informations privilégiées en raison de sa qualité de membre d'un organe d'administration, de direction ou de contrôle de l'émetteur, ou de sa participation au capital de l'émetteur, en raison de l'exercice d'une activité salariée, d'une profession ou d'une fonction, y compris publique, ou d'un emploi* »[375]. Il est également

[373] Art. 3, 3., alinéa 2 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 et art. 8, 4., alinéa 2 du règlement (UE) n° 596/2014 du même jour. La directive vise les personnes qui savent que l'information est privilégiée, alors que le règlement évoque les individus qui savent ou devraient savoir que l'information est privilégiée. Les incidences dans la différence de formulation seront abordées au moment où sera analysé l'élément moral des abus d'informations privilégiées.

[374] Art. 8, 2. de de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014.

[375] Texte original : « *chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale*

possible de retrouver à l'alinéa 2 des dispositions précitées l'hypothèse de l'« initié criminel », c'est-à-dire de « *quiconque possède des informations privilégiées en raison de la préparation ou de l'exécution d'activités criminelles* »[376]. Enfin, relativement au manquement d'abus d'information privilégiée, l'article 187-*ter*, alinéa 4 du texte unique en matière d'intermédiation financière réprime également la conduite de « *quiconque possède des informations privilégiées, et connaît ou pourrait connaître en vertu d'une prudence ordinaire le caractère privilégié de ces informations* »[377]. Lorsque ces personnes physiques diposent de la qualité d'initié mais agissent dans l'intérêt d'une personne morale ou d'une entité, ou à son profit, la responsabilité de ces dernières peut être retenue tant en droit pénal[378], qu'en vertu des manquements administratifs d'abus d'informations privilégiées[379].

425. La notion actuelle d'« initié » de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier : La disposition mentionne également trois catégories d'initiés. Les premiers, visés à l'alinéa 1er de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, sont les dirigeants de l'article L. 225-109 du Code de commerce, c'est-à-dire « *le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions* ». Les deuxièmes représentent les personnes disposant d'une information privilégiée à l'occasion de l'exercice ou dans l'exercice de leurs fonctions ou de leur profession[380]. Les troisièmes correspondent à « *toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées* »[381]. Ne sont pas évoqués les participants au capital de l'émetteur qui,

---

dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio » (art. 184, al. 1er et art. 187-*bis*, al. 1er, TUF).

[376] Texte original : « *chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose* » (art. 184, al. 2 et art. 187-*bis*, al. 2, TUF).

[377] Texte original : « *chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse* » (art. 187-*ter*, al. 4, TUF).

[378] Art. 25-*sexies* du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 (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).

[379] Art. 187-*quinquies*, TUF.

[380] Art. L. 465-1, al. 1er et 2, C. mon. fin.

[381] Art. L. 465-1er, al. 3, C. mon. fin.

néanmoins, peuvent sans difficulté intégrer la dernière catégorie d'initiés contenue dans l'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier.

426. Les initiés personnes morales en droit pénal français : L'article L. 465-3 du Code monétaire et financier dispose que « *Les personnes morales déclarées responsables pénalement, dans les conditions prévues par l'article 121-2 du code pénal,* [de délit d'initié, de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulation de marché] *encourent, outre l'amende suivant les modalités prévues par l'article 131-38 du code pénal, les peines prévues par l'article 131-39 du même code* ». En vertu de la disposition du Code pénal précitée, l'infraction doit avoir été commise pour le compte de la personne morale par l'un de ses représentants ou de ses organes. Ainsi, ce sont les individus qui revêtent cette fonction ou qui appartiennent à un un tel organe qui possèderont l'information privilégiée et seront susceptibles d'adopter le comportement de nature à engendrer la responsabilité de la personne morale.

427. La notion actuelle d'« initié » de l'article 622-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers : Cette disposition expliquent que sont des initiés, les personnes qui disposent d'information privilégiée du fait de « *1° sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ; 2° sa participation dans le capital de l'émetteur ; 3° son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière ; 4° ses activités susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits* ». Il s'agit d'une reproduction littérale de l'ancien article 2, 1., alinéa 2 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[382]. De même, l'article 622-2, alinéa 2 fait également référence aux individus détenant une information privilégiée et « *qui sait ou aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* ». Sont également susceptibles de commettre un abus d'informations privilégiées dans son versant administratif, « *toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* »[383], ou encore les individus qui représentent les personnes morales exerçant les fonctions précédemment

[382] 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.
[383] Art. 622-2, al. 2, RG AMF.

mentionnées, l'article 622-2, alinéa 3 ayant conservé la rédaction présente dans les directives n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989 et n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[384] Les normes européennes, françaises et italiennes ont donc institué différentes catégories d'initiés, par l'énumération des individus qui les composent en partant de ceux qui ont un accès direct à l'information privilégiée pour finir par les personnes qui obtiennent de tels renseignements de façon plus ou moins fortuite. Il convient par conséquent de présenter les divers groupes d'initiés.

B- Les classifications des initiés

428. Classification bipartite ou tripartite des initiés ? : Les normes européennes, à savoir l'article 3 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et les articles 3, 3. de la directive n° 2014/57/UE et 8, 4. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014, ont choisi une répartition binaire, à l'image du texte unique en matière d'intermédiation financière italien. De même, les auteurs italiens[385] ne désignent que deux catégories d'initiés, alors que les auteurs français optent pour classification tripartite. En vertu des partisans de la notion duale d'« initié », le premier cercle correspond aux personnes qui obtiennent l'information privilégiée du fait de leur qualité de dirigeants ou d'actionnaires de l'émetteur, ou en raison de leur activité professionnelle ou des fonctions qu'ils exercent, ou encore parce qu'ils participent à des activités criminelles ; le second cercle représente les personnes qui obtiennent une information privilégiée et qui ont conscience de ce caractère. En revanche pour les auteurs français[386], le premier

---

[384] L'article 622-2, alinéa 3 du règlement general de l'Autorité des marches financiers dispose en effet que « *Lorsque la personne mentionnée au présent article est une personne morale, ces obligations d'abstention s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question* ».

[385] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 38 ; Alessia MONTONESE, « La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate », http://www.dircomm.it, sept. 2005, IV.9 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 622 ; 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. 86 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 393 ; yyyy

[386] Frédéric STASIAK, *Droit pénal des affaires*, L.G.D.J. (lextenso éditions), 2009, spéc. pp. 283-286 pour les délits d'abus d'informations privilégiées et pp. 305-306 pour les manquements correspondants ; Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd.,

cercle d'initiés se limite aux dirigeants et aux personnes qui participent au capital de l'émetteur ; le deuxième cercle renvoie aux personnes qui acquièrent une information privilégiée dans le cadre de leur emploi, profession et fonctions ; et le troisième cercle se réfère à toutes les personnes qui n'appartiennent pas aux catégories précédentes et qui possèdent une information privilégiée en connaissance de cause.

La délimitation française des groupes d'initiés paraît plus judicieuse en ce qu'elle distingue d'une part, les dirigeants sociaux qui de par leurs fonctions paraissent avoir nécessairement connaissance des informations importantes concernant leurs sociétés, et d'autre part, les employés, prestataires de services ou autres entités en relation d'affaire avec elles, qui peuvent avoir accès à des informations privilégiées dans le cadre de leur activité. Cependant, si l'adjectif « secondaire » est entendu comme celui qui obtient l'information privilégiée d'une autre personne, c'est-à-dire dans un second temps, le découpage italien prend tout son sens.

Au cours de l'étude qui va suivre, la classification tripartite sera préférée à la classification bipartite car il ne semble pas cohérent de placer sur un pied d'égalité les administrateurs, membres des conseils de surveillance et des directoires d'une part, lesquels ont un accès direct et permanent aux informations privilégiées relatives à l'émetteur au sein duquel ils exercent leurs fonctions, et les salariés ou prestataires de services d'autre part, puisque ceux-ci n'obtiennent qu'occasionnellement des informations privilégiées au cours des activités auxquelles ils participent. Il semble d'autant plus opportun d'adhérer à la classification tripartite que sur les initiés primaires pèse une présomption de connaissance du caractère privilégié de l'information[387] et d'utilisation de ladite information[388]. Or, s'il semble concevable qu'un dirigeant ait nécessairement conscience de la spécificité des données qu'il détient, il n'en est pas de même pour un employé qui participe de façon ponctuelle à des réunions au cours desquelles il est susceptible d'avoir connaissance de tel ou tel événement. Ainsi,

---

2013, spéc. pp. 454-456 pour les délits et pp. 476-478 pour les manquements administratifs ; Michel VERON, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, Coll. « Cours Dalloz », 9° éd., 2011, spéc. pp. 330-332

Contra Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 695 : à l'image de la doctrine italienne, ces auteurs distinguent deux cercles d'initiés, respectivement composés des personnes nommément désignées et des autres individus qui possèdent une information privilégiée en connaissance de cause.

[387] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *ibid.*, p. 695.

[388] C.J.U.E., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group et Van Raemdonck c. CBFA* ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, pp. 156-157, obs. Frédéric STASIAK ; *D.* 14 janv. 2010, n° 2, p. 85, obs. Alain LIENHARD.

seront successivement abordés les initiés primaires (1), secondaires (2) et tertiaires (3) sur la base de la classification tripartite élaborée par la doctrine française.

1. Les initiés primaires

429. La catégorie des initiés primaires : Ce sont les personnes qui sont les plus proches de l'information privilégiée et qui sont donc susceptibles de l'obtenir le plus facilement. En vertu des articles 3, 3., a) et b) de la directive n° 2014/57/UE et 8, 4., a) et b) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014, il s'agit de la personne qui possède des informations privilégiées et qui « *est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou est un participant au marché des quotas d'émission* » ou qui « *détient une participation dans le capital de l'émetteur ou est un participant au marché des quotas d'émission* ». Dans le système juridique français, les initiés primaires représentent en vertu de l'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier, consacré au délit d'utilisation d'informations privilégiées, les dirigeants de l'article L. 225-109 du Code de commerce, à savoir « *le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance, ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions* ». L'utilisation du terme générique « société » permet d'appréhender immédiatement la réforme opérée par les textes européens du 16 avril 2014, en intégrant aux côtés des émetteurs « classiques » les sociétés qui participent aux marchés réglementés au sein desquels sont négociés des quotas d'émission de gaz à effet de serre. Étrangement, les dirigeants ne sont pas mentionnés dans l'alinéa 2 de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, dédié à la communication illicite d'informations privilégiées, qui n'évoque que les personnes qui disposent de tels renseignements « *dans l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions* ». Nul doute cependant que les qualités de président, de directeur général ou de membre d'un directoire, d'un conseil d'administration ou d'un conseil de surveillance ne puissent être englobées dans le terme « fonctions »[389]. Peu

[389] V. pour la poursuite d'un administeur sur le fondement du délit de communication d'informations privilégiées de l'article L. 465-1, alinéa 2 du Code monétaire et financiers : Cass. crim., 27 sept. 2006, n° 06-81358.

importe qu'il s'agisse de dirigeants de droit ou de fait[390]. Enfin, à propos de ces initiés, la doctrine considère souvent que ces personnes sont soumises à des obligations de loyauté[391] et de confidentialité[392] à l'égard de la société à laquelle ils appartiennent, obligations qui fonderaient les obligations d'abstention quant à l'utilisation et la communication de l'information privilégiée[393].

Concernant le manquement administratif, l'article 622-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers inclut en outre dans cette catégorie, les personnes qui participent au capital de l'émetteur, ces dernières étant qualifiées d'initiés primaires externes, par opposition aux individus visés dans la seule disposition législative, qualifiés d'initiés internes[394]. La catégorie des *insiders primari* italiens, selon l'expression utilisée par la doctrine, est beaucoup plus large puisqu'elle englobe toutes les personnes qui, en France, appartiennent non seulement à la catégorie des initiés primaires, mais aussi à la catégorie des initiés secondaires qu'ils soient ou non externes à la société[395]. En vertu du choix opéré au sein des présents travaux, lequel vise à opter pour une classification tripartite des initiés, ne seront évoquées que les personnes « *qui possède[nt] des informations privilégiées en raison de [leur] qualité de membre[s] des*

---

390 Rémi LORRAIN, Nicolas MENNESSON, « Nul n'est présumé initié », *Bull. Joly Bourse*, 1er avril 2015, n° 4, pp. 178-186

391 Leonardo MAZZA, « La repressione dell'"insider trading" nel quadro della tutela del mercato azionario », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, spéc. p. 83 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 418 ; Giovanni Maria FLICK, « Insider trading : problemi sostanziali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, p. 90 ; Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 681.

392 Leonardo MAZZA, *op. cit.*, p. 81.

Voir également en jurisprudence, Cass. sez. V, 20 genn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588 *Cass. pen.* sett. 2010, n. 9, pp. 3240-2360 ; *Banca P. spa e altri* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", p. 983.

393 Giovanni Maria FLICK, *ibid*.

C.J.U.E., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV*, spéc. § 36 ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, pp. 156-157, obs. Frédéric STASIAK ; *D.* 14 janv. 2010, n° 2, p. 85, obs. Alain LIENHARD.

394 Frédéric STASIAK, *op. cit.*, p. 305.

395 Texte original : « *chiunque, essendo in possesso di un'informazione privilegiata in ragione della qua qualità di membro di organi, di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio* » (art. 184, al. 1er et 187-*bis*, al. 1er, TUF).

organes d'administration, de direction ou de contrôle de l'émetteur, de [leur] participation au capital de l'émetteur »[396].

430. Les personnes exerçant des fonctions d'administration et de direction au sein de l'émetteur : Cinq fonctions sont mentionnées dans l'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier français : il s'agit des fonctions de président, de directeur général, de membre du directoire, d'administrateur et de membre du conseil de surveillance. Les articles 184 et 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière italien vise quant à lui les membres des organes d'administration, de direction ou de contrôle. Ces termes permettent-ils de sanctionner les mêmes personnes dans les deux États ?

En premier lieu, les administrateurs sont chargés d'accomplir les actes conformes à l'objet social, mais également de représenter la société auprès des tiers[397]. L'article 225-51 du Code de commerce français dispose que « *Le président du conseil d'administration organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission* ».

En deuxième lieu, l'article L. 225-56, I, alinéas 1 et 2 du Code de commerce français dispose que « *Le directeur général est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société. Il exerce ces pouvoirs dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément aux assemblées d'actionnaires et au conseil d'administration. Il représente la société dans ses rapports avec les tiers* ». C'est également ce que prévoit l'article 2396 du Code civil italien par renvoi à l'article 2384 du même Code[398]. Par ailleurs, le paragraphe II de l'article L. 225-

[396] Art. 184, al. 1er et 187-*bis*, même al., TUF. Cf. note précédente pour la traduction.

[397] Art. L. 225-35, C. com. fr. et art. 2380-*bis* et 2384, C. civ. it.

[398] L'article 2384 du Code civil italien dispose que « *le pouvoir de représentation attribué aux administrateurs par les statuts ou par les délibérations prévoyant leur nomination est général* » (texte original : « *Il potere di rappresentanza attribuito agli amministratori dallo statuto o dalla deliberazione di nomina è generale* ») et l'article 2396 précise que « *les dispositions qui régissent la responsabilité des administrateurs s'appliquent également aux directeurs généraux nommés par l'assemblée ou par une disposition des statuts, en ce qui concerne les devoirs qui leur sont attribués, sauf pour ce qui concerne les actions qui peuvent être exercées sur le fondement d'un rapport de travail avec la société* » (texte original : *« Le disposizioni che regolano la responsabilità degli amministratori si applicano anche ai direttori generali nominati dall'assemblea o per disposizione dello statuto, in relazione ai compiti loro affidati, salve le azioni esercitabili in base al rapporto di lavoro con la società* »). V. en ce sens Francesco GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. IV, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2010, spéc. pp. 408 ss. En réalité, les directeurs généraux

56 ajoute qu'« *En accord avec le directeur général, le conseil d'administration détermine l'étendue et la durée des pouvoirs conférés aux directeurs généraux délégués. Les directeurs généraux délégués disposent, à l'égard des tiers, des mêmes pouvoirs que le directeur général* ». Les directeurs et les directeurs généraux constituent donc des représentants de l'émetteur à l'égard des tiers, et doivent agir dans la limite de l'objet social identifié dans les statuts. L'article L. 225-51-1, alinéa 3 Code de commerce français dispose quant à lui que « *Lorsque la direction générale de la société est assumée par le président du conseil d'administration, les dispositions de la présente sous-section relatives au directeur général lui sont applicables* ». Par conséquent, lorsque le président du conseil d'administration est également directeur général de la société, il exerce également les fonctions de représentation de la société et engage cette dernière pour les actes passés au nom de celle-ci.

En troisième et dernier lieu, dans les sociétés françaises organisées selon un modèle dualiste, les tâches qui relèvent normalement au conseil d'administration peuvent être exercées par le directoire[399] ; c'est ce que confirment les articles L. 225-64, alinéa 1er et L. 225-66, même alinéa, Code de commerce français qui disposent respectivement que « *Le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société. Il les exerce dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi au conseil de surveillance et aux assemblées d'actionnaires* » et « *Le président du directoire ou, le cas échéant, le directeur général unique représente la société dans ses rapports avec les tiers* ». De façon similaire, en Italie où les administrateurs (*amministratori*) caractérisent le modèle traditionnel d'organisation des sociétés, ces compétences peuvent également être attribuées au conseil de gestion (*consiglio di gestione*)[400] du système dualiste et au conseil d'administration de l'organisation moniste (*consiglio di amministrazione*)[401].

431. Les personnes exerçant des fonctions de surveillance ou de contrôle au sein de l'émetteur : L'article 225-68, alinéas 1 et 3 du Code de commerce français prévoit que « *Le conseil de surveillance exerce le contrôle permanent de la gestion de la société par*

---

accomplissent les actes conformes à l'objet social en se conformant aux directives fournies par les administrateurs.

[399] Art. L. 225-58, al. 1er, C. com. fr.

[400] Art. 2409-*nonies*, C. civ. it.

[401] Art. 2409-*septiesdecies*, C. civ. it.

le directoire » et qu'« *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* ». De façon similaire, l'article 2403 du Code civil italien prévoit pour les sociétés organisées selon le modèle traditionnel que « *Le conseil de surveillance* [*collegio sindacale*] *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* »[402]. Ces mêmes compétences sont attribuées au conseil de surveillance (*consiglio di sorveglianza*) des sociétés ayant choisi un modèle dualiste d'organisation[403], et au comité de contrôle de gestion des sociétés structurées sur la base d'un système moniste (*comitato per il controllo sulla gestione*)[404].

432. Les actionnaires de l'émetteur : Les personnes participant au capital de l'émetteur représentent le second fragment d'initiés primaires du versant administratif de l'abus d'informations privilégiées en France[405]. En revanche, ils ne sont pas mentionnés à l'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier consacré au délit pénal correspondant. Pour autant, ils n'échappent pas à la répression pénale mais pourraient être inclus dans la catégorie des personnes disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause de l'alinéa 3 du même article, ce qui en outre constitue un avantage pour ces actionnaires qui ne se verront pas appliquer la présomption de connaissance du caractère privilégié de l'information. En revanche, nous ne pensons pas que les actionnaires pourraient être poursuivis en qualité de personnes qui obtiennent des informations privilégiées dans le cadre de leur profession ou de leurs fonctions : bien qu'ils participent aux assemblées générales, les actionnaires ne semblent pas exercer une fonction ou une profession ; en revanche, il est possible de considérer qu'ils possèdent une qualité qui découle de la détention de parts de capital, auxquels sont attachés certains droits[406]. C'est pourquoi, il nous semble préférable de les classer

---

[402] 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.).

[403] Art. 2409-*terdecies*, C. civ. it.

[404] Art. 2409-*octiesdecies*, C. civ. it.

[405] Art. 622-2, al. 1er, 2°, RG AMF.

[406] D'ailleurs, la jurisprudence semble conforter l'acception selon laquelle la qualification d'« actionnaire » correspond plutôt à une qualité qu'à une fonction, puisqu'elle utilise l'expression « qualité d'actionnaire » :

dans la catégorie des initiés tertiaires. Une telle solution reste parfaitement acceptable notamment en ce qui concerne les actionnaires minoritaires, pour lesquels les informations privilégiées ne sont pas autant accessibles que pour les dirigeants. Toutefois, l'absence des participants au capital de l'émetteur dans l'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier entraîne une disparité de régime entre le délit et le manquement d'abus d'information privilégiée. Cette incohérence regrettable ne se retrouve pas dans la législation italienne, puisque tant l'article 184 que l'article 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière italien, qui ont respectivement trait au délit et au manquement administratif, visent les participants au capital de l'émetteur.

433. L'absence de condition quant au seuil de participation : La quantité de titres possédés par l'individu au sein de l'émetteur n'a aucune importance[407]. Ni les instances européennes, ni les autorités françaises ou italiennes n'ont imposé la détention d'un nombre minimum de titres pour que la qualification d'initié soit octroyée. Si cela permet au législateur d'éviter d'avoir à poser une limite arbitraire de détention de capital en-deçà de laquelle une personne ne sera pas qualifiée d'initié, il semble difficilement concevable que tous les participants au capital de l'émetteur se situent sur un pied d'égalité. En effet, les investisseurs institutionnels, dont on a expliqué dans la première partie qu'ils sont des destinataires « privilégiés » de l'information financière[408] et les actionnaires majoritaires accèdent de façon plus régulière et plus facilement aux informations privilégiées, que ceux qui détiennent seulement quelques actions au sein d'une société dont une partie de l'actionnariat est diluée[409]. Il n'apparaît donc pas cohérent que leur soit appliquée la présomption de connaissance du caractère privilégié de l'information et il devrait revenir au Ministère public dans le cadre d'une procédure répressive italienne, ou aux autorités administratives, de prouver la connaissance

---

v. pour exemples, Cass. com., 29 sept. 2015, n° 14-17343, inédit ; Cass. com., 16 sept. 2014, n° 13-17807 ; *Bull. civ.* IV n° 130 ; Cass. com., 4 mai 2010, n° 09-66819 et 09-67835, inédit ; Cass. com., 12 juil. 2005, 04-10379, inédit.

[407] 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. 121.

[408] Cf. §§ 49-50, pp. 138-140 des présents travaux.

[409] Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 984.

effective de l'information privilégiée par les actionnaires minoritaires et leur conscience de la nature particulière des renseignements qu'ils détiennent. Le même reproche pourra être adressé aux articles 184, alinéa 1er et 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière italien, qui considèrent que sont également des initiés primaires, les personnes qui possèdent une information privilégiée en raison de l'exercice d'une activité professionnelle, d'une profession, d'une fonction ou d'une charge et qui sont par conséquent soumis à la présomption de connaissance du caractère privilégié de l'information. En France, un tel régime ne leur est pas appliqué puisqu'ils relèvent de la catégorie des initiés secondaires, ce qui paraît davantage réaliste.

2. Les initiés secondaires

434. La composition de la catégorie des initiés secondaires en droit pénal français : L'article 465-1 du Code monétaire et financier considère qu'appartiennent à cette catégorie « *les personnes disposant, **à l'occasion de l'exercice** de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées* » au sens précédemment défini et qui utilisent cette information[410] ou « *toute personne disposant **dans l'exercice** de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée* » et qui communiquent indûment cette information[411]. La disposition française propose donc une formulation très proche des articles 3, 3., c) de la directive n° 2014/57/UE[412] et 8, 4., c) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[413], lesquels disposent que « *Le présent article s'applique à toute personne qui détient des informations privilégiées parce qu'elle: c) a accès aux informations grâce à l'exercice de tâches résultant d'un emploi, d'une profession ou de fonctions* ». L'expression européenne « grâce à l'exercice » correspond de façon plus probable à la locution « à l'occasion de l'exercice » utilisée au sein de l'alinéa 1er de

[410] Mis en gras pas nous (art. L. 465-1, al. 1er, C. mon. fin.).

[411] Mis en gras par nous (art. L. 465-1, al. 2, C. mon. fin.).

[412] 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.

[413] 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.

l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier. Quant au terme « emploi », il peut facilement être assimilé à celui de « profession », dès lors que celle-ci est entendue comme l'activité exercée régulièrement et rémunérée, que ce soit sous la forme d'un salaire ou non. Il est donc possible d'affirmer que la disposition française et les textes européens ont un champ d'application identique.

435. La nécessité de réunifier la notion d'« initiés secondaires » en droit pénal français : La différence de formulation entre le premier alinéa et le second alinéa de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier n'est pas sans incidence sur le champ d'application du délit : l'expression « à l'occasion de l'exercice » paraît inclure davantage de personnes que la seconde formulation « dans l'exercice »[414]. Cette dernière semble faire référence à l'information privilégiée obtenue lors de l'exécution des tâches inhérentes à la fonction ou à la profession, alors que la première semble induire qu'il suffit que l'individu ait connaissance l'information alors qu'il est en service, peu importe que l'information lui ait été transmise pour les besoins de son activité[415]. Il appartient à l'accusation de prouver que l'information a été acquise dans ce cadre[416]. La jurisprudence confirme elle-même la restriction du champ d'application du délit de communication illicite d'informations privilégiées par rapport à celui d'utilisation des mêmes informations[417]. Or, il apparaît incohérent que le délit de communication ait un champ d'application plus restreint que celui de l'infraction d'utilisation. Dès lors que la valeur sociale protégée par les délits d'abus d'informations privilégiées réside dans l'égalité des investisseurs face à l'information financière, soit en empêchant l'exploitation du privilège d'information par l'incrimination de l'utilisation de ces renseignements, soit en limitant l'extension de cette situation d'avantage informationnel par la sanction de la communication desdits renseignements, il n'apparaît pas logique que le domaine de répression des deux infractions soit différent. Par conséquent, il serait opportun de rétablir une formulation identique au sein des alinéas 1 et 2 de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier. Afin qu'un nombre maximal de

[414] Frédéric STASIAK, « L'utilisation et la communication illicites d'une information privilégiée. Délit et manquement d'initié », *Lamy Droit pénal des affaires,* 2015, § 1993, p. 689.
[415] Frédéric STASIAK, *ibid*.
[416] Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 448.
[417] T. corr. Paris, 13 févr. 2002, *Ministère public c/ Hubert L. et autres* ; *Banque et droit*, 3 déc. 2002, n° 83, p. 28, chron. Jean-Jacques DAIGRE et Hubert DE VAUPLANE.

personnes soit concerné, il convient de préférer l'expression « à l'occasion de l'exercice » du premier alinéa.

436. Les initiés secondaires en droit administratif français : L'article 622-2, alinéa 1er, 3° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers regroupe au sein des initiés secondaires « *toute personne qui détient une information privilégiée en raison de :* […] *Son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière* ». Cette disposition réglementaire présente de fortes similarités avec la disposition européenne. Les expressions « du fait de », « à l'occasion de » ou « grâce à l'exercice de » sont équivalentes. Le fait que soient mentionnées les personnes qui participent à la préparation ou l'exécution d'une opération financière n'entraîne pas pour autant un élargissement de la répression par rapport à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier ou aux articles 3, 3., c) de la directive n° 2014/57/UE et 8, 3., c) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 : cette catégorie d'individus particuliers peut-être sans difficulté rattachée aux personnes qui ont connaissance d'une information privilégiée du fait de leur emploi, de leur profession ou de leurs fonctions[418]. Il ne semblait donc pas nécessaire de maintenir la mention de ces personnes déjà présente dans l'article 3 du règlement COB n° 90-08[419]. Cette solution est confortée par le fait qu'il n'est pas nécessaire pour les initiés secondaires d'être liés, directement ou indirectement, à la société émettrice[420].

437. L'inopportunité de conserver la notion d'information privilégiée relative aux personnes chargées d'exécuter des opérations boursières : Il a été dit que l'article 7, 1., d) du règlement européen du 16 avril 2014, comme l'article 621-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et l'article 181-5 du texte unique en matière d'intermédiation financière italien, prévoit une définition de l'information privilégiée spécifique aux personnes en charge de l'exécution de transactions boursières, qui réside

---

[418] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 125.

[419] 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.

[420] Cf. *infra* § 439, pp. 139-142 des présents travaux.

dans « *toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client concernant des instruments financiers* » qu'elles seraient susceptibles d'utiliser pour procéder à des opérations pour leur propre compte. La question se pose de savoir de la pertinence d'une telle définition en considération du fait que parmi les initiés secondaires, figurent les personnes qui acquièrent des informations privilégiées dans le cadre de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions. De ce fait, il n'était *a priori* pas nécessaire d'ajouter cette définition spéciale, puisque ces professionnels obtiennent les informations relatives aux instruments financiers objets des ordres de leurs clients : ils ont donc connaissance de renseignements confidentiels alors qu'ils exercent leur activité professionnelle.

En effet, les informations transmises par le client aux personnes chargées d'exécuter les opérations boursières au nom de ce dernier revêtent toutes les caractéristiques de la notion générale d'information privilégiée. Elles sont confidentielles, c'est-à-dire non publique, puisqu'elles concernent la relation d'affaires entre le professionnel et son client. Elles sont précises puisque ce dernier indique nécessairement s'il s'agit d'un ordre d'achat ou de vente, ainsi que le volume des titres concernés par la transaction. Enfin, elles sont susceptibles d'être sensibles si les instruments financiers objet des opérations sont nombreux au point d'entraîner par la suite une altération du cours de ces instruments, ou si l'ordre est mis en œuvre dans des circonstances particulières de nature à favoriser une modification significative de la valeur desdits instruments. Au vu de la réunion des conditions destinées à caractériser l'information privilégiée dans sa définition générale, et du fait que les personnes qui exécutent les ordres de transaction boursière acquièrent ces informations dans le cadre de leur profession, il ne semble pas opportun de conserver la définition spéciale de l'information privilégiée consacrée à ces professionnels des marchés.

438. Les personnes correspondant aux initiés secondaires français en droit italien : Les articles 184 et 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière visent tous deux dans leur alinéa 1er « *quiconque, possède des informations privilégiées* […] *en raison de l'exercice d'une activité salariée, d'une profession ou d'une fonction, y compris publique, ou d'une charge* »[421]. L'expression « en raison de l'exercice »

[421] Texte original : « *chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale*

ne coïncide ni avec la formulation française « à l'occasion de l'exercice », ni avec celle des textes européens qui utilisent la locution « grâce à l'exercice » : alors que ces dernières évoquent le caractère circonstanciel de l'obtention de l'information privilégiée, la disposition italienne exige un lien de causalité entre l'exercice de l'emploi, de la profession, de la fonction ou de la charge[422]. C'est justement le fait que l'information a été obtenue du fait de l'exercice des tâches inérentes à la fonction ou à la profession qui distingue ces personnes des individus qui appartiennent à la catégorie des initiés secondaires italiens, lesquels peuvent avoir connaissance de l'information de façon tout à fait fortuite à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions ou de leur profession[423]. Par ailleurs, le législateur italien a opté pour une définition particulièrement détaillée en faisant référence à la fois à l'activité salariée, à la profession, à la fonction et à l'emploi. L'« activité salariée » vise toutes les activités exercées par un individu lié à une personne morale par un contrat de travail[424], tels que les employés des sociétés d'intermédiation financière par exemple[425], qu'il s'agisse de l'émetteur ou d'une autre société[426]. La « profession » se réfère aux professions libérales et indépendantes tels que celles des avocats ou des prestataires de services de conseil financier[427]. La « fonction » et la

---

dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio » (art. 184, al. 1er et 187-*bis*, al. 1er, TUF).

422 Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, pp. 38 et 128 ; 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, pp. 81 et 89; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, pp. 622-623.

423 Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op .cit.*, p. 128.

424 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. 122 ; Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 984-985.

425 Enrico AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, Giappicchelli Editore, Coll. « Itinerari di Diritto penale », 2012, p. 124 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 393.

426 Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 396.

427 Enrico AMATI, *ibid.* ; Alberto ALESSANDRI, *Trattato teorico-pratico di diritto penale*, vol. VIII, *Reati in materia economica*, Torino, Giappichelli Editore, 2012, p. 83 ; Alessia MONTONESE, « La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate », http://www.dircomm.it, sept. 2005, IV.9 ; Astolfo DI AMATO, *ibid.* ; Maria Letizia ERMETES, *ibid.*

« charge » se réfèrent respectivement aux activités de direction, de gestion et de contrôle[428] d'une part, et d'administration[429] d'autre part, de sociétés différentes de l'émetteur ou d'organes publics de surveillance[430]. Cependant, l'ensemble de ces personnes ne correspond pas parfaitement à la catégorie des initiés secondaires français, puisque les dispositions françaises n'exigent pas de lien entre ledit initié et la société émettrice[431] alors que les textes italiens, de par l'emploi de l'expression « en raison de l'exercice », induisent que les « *temporary insiders* » ou initiés primaires externes soient au moins liés professionnellement ou commercialement à l'émetteur[432]. Ainsi, la catégorie des initiés primaires italiens est beaucoup plus large que celle des initiés primaires français. Pourtant, les dispositions étudiées du texte unique en matière d'intermédiation financière ne semblent pas rédigées en des termes différents de ceux des articles du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Ce sont donc la jurisprudence et la doctrine italiennes qui ont déterminé les contours de cette première catégorie[433] et qui ont abouti à un découpage distinct de celui existant en France.

439. L'absence de nécessité d'un lien avec la société émettrice en droit français et européen : En l'absence de précision contraire, que ce soit dans les normes européennes ou françaises, il est indifférent que la personne qui exerce les fonctions, la

---

Contra : Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 38 : les auteurs estiment que les conseillers financiers relèvent des personnes qui exercent une « charge ».

[428] Enrico AMATI, *op. cit.*, pp. 124-125 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 394.

[429] Cass. pen., sez. V, 10 luglio 2006, n. 26943, *G.E., L.E., L.F. e L.T.* ; *Dir. e giust.*, fasc. 40, 2006, p. 41 con nota Claudio CORATELLA ; *Cass. pen.*, apr. 2007, vol. XLVII, n° 4, pp. 1533-1537, con nota Gian Luigi ROCCO (pp. 1537-1551). V. également Enrico AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, Giappicchelli Editore, Coll. « Itinerari di Diritto penale », 2012, pp. 124-125 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *ibid*., p. 394.

[430] Enrico AMATI, *op. cit.*, p. 124 ; Alberto ALESSANDRI, *ibid*.; 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, pp. 120-121.

[431] Cf. *infra*, paragraphe suivant, les développements relatifs à l'arrêt CourE.D.H., 5ème section, 6 oct. 2011, req. n° 50425/06, *Soros contre France* ; *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, p. 580-583, obs. Frédéric STASIAK.

[432] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, pp. 37-38 et 128 : à titre d'exemples, sont des initiés temporaires les contrôleurs légaux des comptes, les consultants financiers, les conseils des sociétés.

[433] Alessia MONTONESE, « La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate », http://www.dircomm.it, sept. 2005, IV.9 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*. *Lezioni*, Padova, CEDAM, 2013, pp. 36-38.

profession ou l'emploi mentionné soit liée ou non avec l'émetteur ou le participant aux marchés des quotas d'émission de gaz à effet de serre. Par conséquent, la circonstance qui prévaut est celle d'avoir obtenu l'information privilégiée à l'occasion ou dans l'exercice des fonctions, plutôt que celle d'avoir eu connaissance de cette information en raison d'une relation professionnelle ou d'affaires avec la société émettrice[434]. Cette interprétation a été confortée par une décision de la Cour européenne des droits de l'homme rendue le 6 octobre 2011[435]. Dans cette affaire le requérant avait été contacté par un autre individu et sa collaboratrice qui lui avaient expliqué leur intention de prendre le contrôle d'une banque française et exposé les modalités de l'opération, tout en lui proposant de participer à ladite opération. Estimant le projet trop vague et insuffisamment sérieux, le requérant n'a pas apporté son concours à l'opération. Par la suite, ce dernier a acquis de nombreuses actions de la banque cible de l'opération et les a revendues dans la semaine précédant l'annonce au public de la prise de contrôle le 28 octobre 1988. L'opération a par la suite échoué du fait de la stratégie défensive de la banque. Après une enquête menée par la Commission des opérations boursières, la transmission du dossier au Parquet et une procédure d'instruction ouverte en 1990, le requérant s'est vu reprocher un délit d'initié du fait des opérations boursières réalisées sur le marché français en ayant connaissance de la prise de contrôle sur le point de se produire. Ce dernier opposa l'argument selon lequel il avait effectivement acquis l'information à l'occasion de l'exercice de sa fonction ou de sa profession, mais qu'à aucun moment il n'avait été en relation d'affaires avec l'émetteur des titres, à savoir la banque, en se fondant sur le manque de prévisibilité de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967[436]. Le requérant a été condamné par jugement du tribunal correctionnel du 20 décembre 2002 qui a décidé que le délit d'initié dans sa version applicable à l'époque des faits n'exigeait pas que les initiés secondaires aient été en relation professionnelle avec l'émetteur de titres. La Cour d'appel de Paris a confirmé le jugement des premiers magistrats par arrêt du 24 mars 2005. La chambre criminelle de la Cour de cassation a également rejeté le pourvoi formé par le requérant par arrêt du 14 juin 2006. Ce dernier a exercé un recours devant la Cour européenne des droits de l'homme, en se fondant sur l'article 7 de la Convention européenne de sauvegarde des

[434] Frédéric STASIAK, *ibid*.

[435] CourE.D.H., 5ème section, 6 oct. 2011, req. n° 50425/06, *Soros contre France* ; *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, p. 580-583, obs. Frédéric STASIAK.

[436] §§ 44 et 45 de l'arrêt.

droits de l'homme et des libertés fondamentales et notamment sur le manque de prévisibilité de la disposition qui lui était applicable, à savoir l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967. Les juges de Strasbourg ont commencé par expliquer que « La prévisibilité de la loi ne s'oppose pas à ce que la personne concernée soit amenée à recourir à des conseils éclairés pour évaluer, à un degré raisonnable dans les circonstances de la cause, les conséquences pouvant résulter d'un acte déterminé. Il en va spécialement ainsi des professionnels, habitués à devoir faire preuve d'une grande prudence dans l'exercice de leur métier. Aussi peut-on attendre d'eux qu'ils mettent un soin particulier à évaluer les risques qu'il comporte »[437]. Ils ont ensuite ajouté qu'« Elle observe avec le requérant que ces affaires ne concernent pas des situations analogues à la sienne puisque les personnes auxquelles elles se rapportent avaient toutes un lien professionnel avec la société convoitée. Toutefois, de l'avis de la Cour, ces jurisprudences, même si elles émanent de juridictions de première instance, ont trait à des situations suffisamment proches de celle du requérant pour lui permettre de savoir, ou à tout le moins de se douter, que son comportement était répréhensible. En effet, s'il était interdit aux professionnels qui, de par l'exercice de leurs fonctions, avaient connaissance d'une information privilégiée, d'intervenir sur le marché boursier, une interprétation raisonnable de cette jurisprudence permettait de penser que **le requérant pouvait être concerné par cette interdiction, qu'il soit ou non lié contractuellement à la banque S** »[438]. Cette décision tranche ainsi définitivement la question de la situation des initiés secondaires en droit français par rapport à la société émettrice ; il n'est pas nécessaire qu'ils entretiennent de relation d'affaire ou professionnelle ou qu'ils aient un quelconque lien avec cette dernière. Une telle solution est tout à fait appréciable[439] et apparaît parfaitement conforme à la valeur sociale protégée par les délits d'abus d'informations privilégiées, qui visent à garantir l'équité des investisseurs face à l'information financière en interdisant que certaines personnes en situation de privilège informationnel tirent profit de l'avantage dont elles disposent. Dès lors, le fait que les articles 184 et 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière posent la solution contraire en exigeant que les initiés externes ou temporaires soient liés à

[437] § 53 de l'arrêt.

[438] Mis en gras par nous. § 57 de l'arrêt.

[439] Frédéric STASIAK, « Délit d'initié : la présumée mauvaise foi d'un investisseur », obs. sous CEDH, 6 octobre 2011, n° 50425/06, *Soros* c/ *France*, *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, pp. 580-583.

l'émetteur, est regrettable : malheureusement, ces personnes ne relèvent que du champ d'application du manquement administratif, ce qui réduit considérablement la portée du délit pour des raisons difficilement justifiables dès lors que l'objectif recherché est la limitation maximale de l'asymétrie informationnelle.

C'est donc bien la circonstance de l'acquisition de l'information privilégiée à l'occasion de l'exercice des fonctions, de la profession ou de l'emploi qui engendre la qualité d'initiés secondaires[440], lesquels se distinguent par ce biais des initiés tertiaires[441].

3. Les initiés tertiaires

440. Les initiés tertiaires : L'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier vise les initiés tertiaires français : il s'agit de « *toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées* ». Il s'agit donc d'individus, sans lien particulier avec la société émettrice, qui obtiennent une information, dont ils savent qu'elle revêt un caractère privilégié. La disposition du règlement général de l'Autorité des marchés financiers élargit de façon infime ce troisième groupe d'initiés en décidant qu'est susceptible d'être qualifiée d'initié tertiaire, « *toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* »[442]. En Italie, ces personnes appartiennent au groupe des initiés secondaires, qui ne peuvent être sanctionnés que pour les abus d'informations privilégiées dans leur version administrative, puisqu'elles ne sont visées qu'à l'article 187-*bis*, alinéa 4 du texte unique en matière d'intermédiation financière[443]. Seulement, si le but de la répression des opérations d'initié est d'assurer l'égalité des investisseurs face à l'information disponible et le fonctionnement régulier des marchés financiers, il n'est pas logique que le législateur italien ait écarté les initiés

---

[440] Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 983-984.

[441] Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 243.

[442] Art. 622-2, al. 2, RG AMF.

[443] L'article dispose que « *La sanction prévue à l'alinéa 1er s'applique aussi à quiconque possède des informations privilégiées, et connaît ou pourrait connaître en vertu d'une prudence ordinaire le caractère privilégié de ces informations* » ; texte original : « *La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse* » (art. 187-*bis*, al. 4, TUF).

secondaires du champ de la répression du délit d'initié. Cette observation a d'ailleurs été formulée par plusieurs auteurs qui estiment que « [...] *peut-être qu'il serait possible de douter de la pleine cohérence du nouvel aménagement de la norme au vu du bien protégé : s'il est vrai que ce dernier correspond au 'fonctionnement régulier du marché', les diverses qualifications des sujets actifs pourraient s'avérer sans importance au regard de ce dernier, et seule l'exploitation de l'information privilégiée possédée par le biais d'une opération opportune devrait être relevée* »[444]. En revanche, la qualité de la personne qui a fourni l'information privilégiée n'a aucune incidence sur la qualité d'initié de celui qui la reçoit[445].

441. Le cas particulier des initiés « criminels » italiens : La distance entre les initiés tertiaires et la source de l'information privilégiée, combinée à l'ampleur de cette catégorie, contribue à vider la notion d'initié de sa substance. Cela est d'autant plus vrai que parmi les initiés tertiaires, il est possible de retrouver une figure particulière : il s'agit de la personne qui détient une information privilégiée « *en raison de ses activités susceptibles d'être qualifiées de crime ou de délit* »[446]. Ces personnes sont également

---

[444] Texte original : « [...] ***si potrebbe forse dubitare della piena coerenza del nuovo assetto normativo con la prospettiva del bene tutelato: se è vero che quest'ultimo va identificato col "corretto funzionamento del mercato", potrebbero non assumere rilievo in rapporto ad esso le diverse qualifiche dei soggetti agenti, rilevando esclusivamente il possesso dell'informazione privilegiata sfruttato mediante l'opportuna operazione*** », *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 35.

Contra : Nicola MAZZACUVA et Enrico AMATI considèrent que l'absence de répression pénale à l'égard des personnes qui possèdent des informations privilégiées en toute connaissance de cause, hors leurs fonctions ou leur profession est logique, puisque les abus d'informations privilégiées tendent à sanctionner le fait de « **profiter d'une 'position privilégiée'** » (texte original : « ***sfruttamento di una 'posizione qualificata'***», *in* Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 393). Nous ne sommes pas convaincus par cette justification : la situation avantageuse ou privilégiée ne résulte pas des fonctions exercées par l'initié, mais bien de la détention de l'information privilégiée qui fonde l'opération boursière illicite. De même, Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI et Mauro RONCO estiment que les comportements des initiés primaires italiens est plus grave du fait de la position qu'ils occupent au sein de la société et de l'obligation de loyauté qu'elle entraîne à l'égard de cette dernière ; c'est pourquoi, ils approuvent la seule répression administrative pour les initiés secondaires italiens (qui équivalent aux initiés tertiaires français) : Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 249.

[445] Cass. sez. V, 20 genn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588 *Cass. pen.* sett. 2010, n. 9, pp. 3240-2360 ; *Banca P. spa e altri* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", pp. 979-989, spéc. p. 983 ; Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, pp. 622-623.

[446] Art. 622-2, al. 1er, 4°, RG AMF.

visées par les articles 184, alinéa 2 et 187-*bis*, même alinéa du texte unique en matière d'intermédiation financière[447]. La doctrine italienne les a qualifiées d'« *insiders criminali* ». Cette catégorie originale d'initiés est le résultat des mesures prises suite aux attentats ayant frappé les Etats-Unis le 11 septembre 2001. La catégorie des initiés tertiaires apparaît très hétéroclite et pose la question du maintien de la distinction entre les initiés primaires, secondaires et ces derniers : si une telle qualité est liée à la détention d'une information privilégiée au sens précédemment défini, il n'apparaît plus utile de conserver les différents cercles. Le sens attribué actuellement à cette notion est bien loin de son sens originel et courant, selon lequel un initié est une « **personne qui est dans le secret, qui est au courant de certaines pratiques, qui est instruite dans quelque art** »[448]. Il est vrai qu'à l'égard des initiés primaires français et italiens, il existe une présomption de connaissance des informations privilégiées[449], mais il suffirait pour contourner cette difficulté, d'un texte qui disposerait que « *Peut être sanctionnée dans le cadre des abus d'informations privilégiées, toute personne qui possède en connaissance de cause une information privilégiée. Lorsqu'il s'agit d'une personne exerçant des fonctions d'administration, de direction ou de contrôle au sein de l'émetteur, la détention de l'information privilégiée est présumée* ». Une telle disposition, qui poserait une présomption simple, pourrait être insérée à la fois dans le Code monétaire et financier, dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et dans le texte unique en matière d'intermédiation financière dans un article qui précèderait ceux qui définissent les conduites prohibées qu'il convient à présent d'étudier.

Section 3. Les éléments constitutifs identiques des abus d'informations privilégiées français et italiens

442. La multiplicité des conduites matérielles des abus d'informations privilégiées : Les délits pénaux et manquements administratifs sanctionnant les abus d'informations privilégiées sont caractérisés par un élément matériel décliné sous trois

[447] Texte original : « *chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose* » (art. 184, al. 2 et 187-*bis*, al. 2, TUF).

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

[449] Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015 n° 9, p. 385 ; Coralie AMBROISE-CASTEROT, *Droit pénal spécial et des affaires*, Lextenso éditions, Gualino, 3ème édition, 2012, pp. 363.

aspects : soit l'abus est commis par le biais de l'utilisation de l'information privilégiée, soit il résulte de la communication à un tiers de cette information dans des circonstances déterminées, soit il découle de la recommandation d'une opération boursière ou de l'incitation à une telle opération formulée à un tiers sur la base de l'information privilégiée détenue. Ces trois conduites sont incluses dans les répressions européenne, française et italienne ce qui dénote un degré d'harmonisation élevé des incriminations. L'article 6 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[450] régit également la répression de la complicité et de la tentative des opérations d'initiés et des divulgations illicites d'informations privilégiées. Il faudra donc étudier la pertinence de cette répression et les règles prévues en la matière dans les ordres juridiques français et italien.

443. Les difficultés multiples liées à la caractérisation d'un élément moral : Au vu des différentes prévisions législatives, il n'y a aucun doute sur le fait que les abus d'informations privilégiées dans leur versant pénal possèdent un élément moral, lequel réside principalement dans une intention[451]. Cette position a été récemment confirmée par les autorités européennes qui imposent, par la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[452], l'institution de sanctions pénales en cas d'opération d'initié et de divulgation illicite d'informations privilégiées intentionnelles[453]. En revanche, pour les manquements administratifs, si l'existence d'un élément moral est admise en Italie et paraît avoir été reconnue par la Cour de justice de l'Union européenne[454], elle semble être remise en cause par la jurisprudence et une certaine partie de la doctrine

[450] 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.

[451] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 50 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3ndª ed., 2012, p. 250.

Nicolas RONTCHEVSKY, « L'harmonisation des sanctions pénales. Vers un renforcement et une rationalisation de la répression des abus de marché », *Bull. Joly Bourse* 1er mars 2012, n° 3, p. 139 ; Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 426.

[452] 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.

[453] Art. 3 et 4 de la directive précitée.

[454] C.J.U.E., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV*, spéc. § 48 ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, pp. 156-157, obs. Frédéric STASIAK ; *D.* 14 janv. 2010, n° 2, p. 85, obs. Alain LIENHARD.

française[455]. Il existe toutefois une certitude qui vaut tant pour les délits que pour les manquements dans l'hypothèse de l'utilisation d'informations privilégiées : c'est la détention d'une telle information qui doit avoir déterminé l'opération. Reste à identifier les présomptions posées par les magistrats en la matière et à en déterminer la nature.
Par conséquent, et classiquement, l'étude de l'élément matériel des abus d'informations privilégiées (Paragraphe 1) précèdera celle de la psychologie de l'auteur (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. Les trois conduites matérielles des abus d'informations privilégiées

444. Les trois formes d'abus d'informations privilégiées : L'abus d'informations privilégiées peut se décliner en trois délits qui correspondent à des comportements matériels bien différents. Le premier d'entre eux fait référence à l'utilisation de l'information privilégiée et consiste simplement à réaliser des transactions boursières sur le marché motivées par la détention de ces renseignements. Le deuxième réside dans la communication de telles informations en-dehors des hypothèses établies de façon limitative par les législateurs européen, italien et français. Le troisième et dernier consiste dans la recommandation à un tiers sur la base de l'information privilégiée d'acquérir ou de céder ses titres, ou dans le fait d'inciter ce dernier à adopter une telle attitude. La distinction entre ces trois types d'actes matériels démontre bien qu'il s'agit d'infractions diverses, ce que confirmera l'analyse de l'élément intellectuel de chacune d'elles. Par conséquent, il convient d'analyser ces infractions une à une, en commençant par l'utilisation d'une information privilégiée (A), pour aborder ensuite la communication illicite de cette information (B) et pour finir par l'examen de la recommandation d'effectuer une opération sur le marché boursier sur la base d'une information privilégiée (C).

[455] Thierry BONNEAU, « Information tardive et inexacte » (note sous déc. AMF, 16 nov. 2006, *Société Cyber Press Publishing et de M. Marc Andersen*), *Dr. soc.* juil. 2007, n° 7, comm. 140.

A- L'utilisation de l'information privilégiée

445. L'établissement polémique d'une présomption de connaissance de l'information privilégiée par les initiés primaires : Certains auteurs affirment que concernant les initiés primaires, la connaissance de l'information privilégiée est présumée[456]. En tout état de cause, il s'agit d'une présomption simple susceptible d'être renversée par la preuve de l'ignorance de l'information par les dirigeants. Elle a d'ailleurs été mise en lumière à plusieurs reprises par la jurisprudence[457], mais également dans les décisions de l'Autorité des marchés financiers[458] et de la Consob. L'institution d'une telle présomption n'est pas dénuée de tout fondement si l'on se réfère à la qualité des initiés primaires, lesquels correspondent principalement aux dirigeants de l'émetteur. De par leurs fonctions, on imagine donc mal que ces individus ne soient pas au courant des informations capitales qui concernent la situation financière et patrimoniale ou l'activité de leur entreprise[459].

Néanmoins, afin de respecter les exigences européennes posées dans l'arrêt *Salabiaku contre France* rendu le 7 octobre 1988 par la Cour européenne des droits de l'homme[460], il doit s'agir d'une présomption simple, c'est-à-dire susceptible d'être renversée par la preuve contraire. Une grande partie de la doctrine[461] estime que cette démonstration est

---

[456] Juliette MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 478, 2007, p. 104 ; Renaud SALOMON, « Conformité de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier aux principes de légalité criminelle et de la présomption d'innocence », *Dr. soc.* oct. 2015, n° 10, comm. 183 ; Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 445.

Contra : Rémi LORRAIN, Nicolas MENNESSON, « Nul n'est présumé initié », *Bull. Joly Bourse*, 1er avr. 2015, n° 4, p. 178 ; Marie-Noëlle DOMPE, Nicolas MENNESSON, « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015 n° 9, p. 385.

[457] CA Paris, 27 mai 1977, *JCP G* 1978, jurisp., II, n° 18789, note André TUNC ; T. Corr. Paris, 28 janv. 1985, *Gaz. Pal.* 1985, n° 1, p. 287, Claude DUCOULOUX-FAVARD, cités par Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 453.

[458] Cf. sur se point les propos de Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, in *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, pp. 711-713.

[459] Coralie AMBROISE-CASTEROT, *Droit pénal spécial et des affaires*, Lextenso éditions, Gualino, 3ème édition, 2012, pp. 392-393.

[460] CourE.D.H., 7 oct. 1988, req. n° 10/51983, *Salabiaku contre France* : dans sa décision, la Cour a expliqué que « tout système juridique connaît des présomptions de droit ou de fait » (§ 28) et qu'elles ne sont pas incompatibles avec l'article 6, I et II de la Convention européenne de sauvegarde des Droits de l'Homme et des libertés fondamentales dès lors qu'elles sont enserrées « dans des limites raisonnables prenant en compte la gravité de l'enjeu et préservant les droits de la défense » (§ 28).

[461] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, in *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, pp. 711-713.

quasiment impossible à mettre en œuvre pour les dirigeants. Cette affirmation ne convainc pas pleinement : il est tout à fait envisageable qu'un dirigeant n'ait pas connaissance de toutes les informations qui concernent sa société, notamment parce qu'il a la faculté de déléguer bon nombre de responsabilités dans des secteurs spécifiques, tels que par exemple la sécurité au travail, à des personnes qui possèdent les compétences et les moyens nécessaires pour assurer leur mission[462]. Toutefois, il paraît aussi vraisemblable que ces mêmes dirigeants ayant transféré une partie de leurs pouvoirs continuent à exercer une sorte de contrôle ou de surveillance à l'égard des délégataires[463] et que de ce fait, ils restent avisés des faits les plus importants. Il reviendra donc aux initiés primaires présumés avoir connaissance de l'information privilégiée de démontrer qu'ils étaient dans l'impossibilité absolue d'avoir connaissance de tels renseignements, par exemple parce qu'ils étaient en voyage à l'étranger et que ces derniers ne leur ont pas été communiqués. S'ils parviennent à apporter cette preuve, ils ne pourront se voir imputer l'infraction d'utilisation illicite d'informations privilégiées.

446. La signification de la notion d'utilisation : L'utilisation de l'information privilégiée est la première forme de l'infraction ; elle est consacrée au sein de la législation européenne[464], et en France comme en Italie, tant pour le délit que pour le manquement. En effet, l'article L. 465-1, alinéa 1er et 3 du Code monétaire et financier

---

462 Cass. crim., 9 nov. 1999, n° 98-81746, *Bull. crim.* 1999, n° 252, p. 786 ; Cass. crim., 14 déc. 1999, n° 99-80104, *Bull. crim.* 1999 n° 306, p. 947 ; Cass. crim., 26 juin 2001, n° 00-83466, *Bull. crim.* 2001, n° 161, p. 504, *Société Carrefour France* ; *JCP E* 21 fév. 2002, n° 8, comm. 371, note Daniel OHL ; *Dr. pén.* janv. 2002, n° 1, comm. 8, Jacques-Henri ROBERT.

Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 133 ; Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 445.

463 Cass. com., 11 juil. 2006, n° 05-18337, *AMF c. X* ; *Bull. Joly Bourse* 2006, p. 443, note Brigitte GARRIGUES et Sébastien BONFILS.

464 L'article 3, paragraphe 2 de la directive n° 2014/57/UE 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) et l'article 8, paragraphe 1 du règlement (UE) n° 596/2014 (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) disposent qu'« *une opération d'initié se produit lorsqu'une personne détient des informations privilégiées et en fait usage lors de l'acquisition ou de la cession, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, directement ou indirectement, d'instruments financiers auxquels ces informations se rapportent* ».

sanctionne le fait, pour les initiés primaires ou secondaires, « *de réaliser, de tenter de réaliser […], soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations* ». Ce comportement est également réprimé s'il est mis en œuvre par un initié tertiaire[465]. Par ailleurs, l'article 622-2, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers explique que les initiés doivent « *s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement* ». De façon similaire, l'article 184, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière, relatif aux délits d'abus d'informations privilégiées, vise celui qui « *acquiert, vend ou accomplit d'autres opérations directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte de tiers, sur des instruments financiers en utilisant ces mêmes informations* »[466]. Pour le manquement correspondant, l'article 187-*bis*, alinéa 1er du même texte retient exactement une définition identique.

Alors que dans le texte du délit français il est fait référence à l'« opération », sans autre référence, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers vise le fait d'acquérir ou de céder et les deux dispositions du texte unique en matière d'intermédiation financière italien évoquent l'acquisition, la vente ou toute autre opération. Ces différences de formulation ne semblent pas créer de disparités dans le champ de la répression entre les délits et manquements, ainsi qu'entre le droit français et le droit italien : le terme générique d'opérations peut tout à fait évoquer à la fois les acquisitions ou les cessions, que ces dernières soient accomplies à titre gratuit ou onéreux, ce qui justifierait la distinction italienne entre la vente et la réalisation d'« *autres opérations* », la recherche de profit n'étant pas exigée[467]. Enfin, le terme d' « opération » inclut tant l'ordre initial que la modification de cet ordre en cas d'exécution ultérieure. En revanche, tous ces termes excluent de la répression l'hypothèse dans laquelle un initié s'abstient d'agir sur le marché, du fait de l'obtention d'une information privilégiée.

---

[465] Art. L. 465-1, al. 3, C. mon. fin.

[466] Texte original : « *acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime* » (art. 184, al. 1er, *a*) et , al. 1er, TUF).

[467] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2a ed., 2013, p. 50.

447. La notion d'utilisation dans le cadre de l'abus d'informations privilégiées administratif français consacré aux quotas d'émission de gaz à effet de serre et aux produits mis aux enchères basés sur ces derniers : Le manquement est prévu à l'article 742-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Dans ce cadre, l'utilisation de l'information privilégiée est mise en œuvre « *en soumettant, en modifiant ou en retirant une offre sur le compartiment enchères ou, sur le compartiment secondaire, en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder les quotas d'émission auxquels se rapporte cette information* ». La même définition est consacrée aux articles 3, paragraphe 5 de la directive n° 2014/57/UE et 8, paragraphe 1 du règlement (UE) n° 596/2014[468], dont s'est inspirée la disposition règlementaire française. Ainsi, il est possible de retrouver les formes mentionnées pour le manquement applicable aux instruments financiers négociés sur les marchés réglementés ou sur des systèmes multilatéraux de négociation, à savoir l'acquisition ou la cession. À ces conduites, s'ajoutent la réalisation, la modification ou le retrait d'une offre sur le compartiment des enchères, sauf pour le délit pénal de l'article L. 465-1, alinéas 1er et 3 du Code monétaire et financier qui se limite à la première série de comportements et dont le domaine d'application est de ce fait plus restreint par rapport au manquement administratif correspondant et par rapport aux exigences européennes. L'inclusion de ces comportements dans le champ de la répression était nécessaire et découle de la nature particulière des plates-formes de mise aux enchères. Le fait que l'utilisation de l'information privilégiée concerne l'offre, et non l'obtention ou le dessaisissement du quota d'émission grâce aux enchères, n'anticipe pas pour autant la répression par rapport aux opérations réalisées sur les marchés traditionnels, puisqu'au sein de ces derniers, le manquement est réputé consommé dès lors que l'ordre de bourse a été donné sur la base de l'information privilégiée[469] ; autrement dit, peu importe qu'il soit exécuté ou non ultérieurement.

---

[468] Les deux dispositions précisent que « *Pour les mises aux enchères de quotas d'émission ou d'autres produits mis aux enchères qui sont basés sur ces derniers, organisées en vertu du règlement (UE) n° 1031/2010, l'utilisation d'informations privilégiées visée au paragraphe 4 du présent article englobe également la proposition, la modification ou le retrait d'une offre par une personne pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers* ».

[469] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, pp. 101-102.

448. L'objet des opérations d'initiés dans les infractions françaises : À nouveau, le délit français de l'article L. 465-1, alinéas 1 et 3 du Code monétaire et financier n'est pas revêtu du plus grand degré de précision : alors qu'il n'indiquait déjà pas en quoi consistait l'opération objet de l'infraction, il ne mentionne pas non plus les instruments financiers ou les actifs échangés susceptibles d'être concernés par la répression. Dès lors, en l'absence d'explication expresse sur ce point de la part du législateur, il semblerait possible de considérer que la nature des valeurs objet de la transaction litigieuse est indifférente, tout comme le type de plateforme sur laquelle cette dernière est réalisée.

Au contraire, l'article 622-2, alinéa 1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers est bien plus détaillé puisqu'il prévoit que les opérations illicites doivent porter sur « *les instruments financiers ou les produits de base auxquels se rapporte cette information, au moyen de contrats commerciaux ou d'instruments financiers auxquels ces instruments ou ces contrats commerciaux sont liés* ». Ainsi, en matière de manquement administratif d'abus d'information privilégiée, l'objet des transactions rejoint finalement celui de l'information privilégiée. Pour autant, il n'est pas certain que ce raisonnement puisse être transposé au délit pénal du Code monétaire et financier : il a été rappelé précédemment que si l'infraction vise les instruments financiers négociés sur les marchés réglementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés, ou ceux pour lesquels une requête d'admission aux négociations sur de telles plateformes a été adressée à l'autorité de marché, ainsi que les actifs liés à des quotas d'émission de gaz à effet de serre proposés sur les plateformes agréées à cet effet, il ne vise ni les instruments financiers échangés sur les systèmes multilatéraux non organisés, ni ceux négociés sur les marchés de gré à gré. Par conséquent, l'objet de l'opération illicite apparaît comme plus large que celui des informations sur la base desquels elle se fonde.

449. La conformité du délit français d'utilisation d'informations privilégiées au principe de légalité criminelle : Néanmoins l'article L. 465-1, alinéas 1er et 3 interdit toute « opération » sans limiter son objet potentiel, ni le lieu où elle doit être réalisée. Ce manque de précision conduit à une incertitude quant au champ d'application exacte du délit d'utilisation d'informations privilégiées, susceptible de remettre en cause la conformité de la disposition au principe de légalité criminelle garanti par l'article 8 de la

Déclaration des droits de l'homme et du citoyen du 24 août 1789. Ce n'est pas la position de la chambre criminelle de la Cour de cassation qui a décidé dans un arrêt du 8 juillet 2015 que « les questions posées ne présentent pas un caractère sérieux, dès lors que les dispositions légales critiquées sont, d'une part, suffisamment claires et précises pour permettre leur interprétation, qui entre dans l'office du juge pénal, sans risque d'arbitraire, notamment en ce qu'elles concernent la nature et l'objet des informations utilisées par l'auteur du délit d'initié pour réaliser des opérations de marché telles que visées par le texte, et, d'autre part, instaurent une présomption d'utilisation de ces informations pouvant être écartée en rapportant la preuve contraire ; qu'ainsi, aucun des principes constitutionnels invoqués n'est méconnu »[470].

Plusieurs raisons peuvent expliquer cette solution. En premier lieu, la question prioritaire de constitutionnalité relative à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier portait davantage sur l'absence de définition de la notion d'information privilégiée, et non sur la formulation générale de l'infraction. En second lieu, la nature des instruments financiers concernés par les opérations d'initiés, ainsi que les plateformes sur lesquelles elles sont mises en œuvre ne semblent pas revêtir une importance fondamentale au regard de la valeur sociale protégée du délit, qui réside dans l'équité entre les investisseurs dans les conditions d'accès à l'information financière. Ainsi, dès lors qu'une information privilégiée a été utilisée en violation de cette règle d'équité, peu importe l'objet de la transaction boursière réalisée, le délit semble pouvoir être caractérisé. En revanche, il ne nous paraît pas pertinent de considérer que la chambre commerciale de la Cour de Cassation n'a pas censuré la disposition au motif qu'elle sera abrogée au 1er septembre 2016 du fait de la décision du Conseil constitutionnel français rendue le 18 mars 2015[471] : elle aurait pu tout à fait, au

[470] Cass. crim., 8 juil. 2015, n° 14-84562, publié au bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation.

[471] 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.

contraire, relever les éventuelles imperfections de la norme en vue de sa future reformulation.

450. L'objet des opérations d'initiés dans les infractions italiennes : Les articles 184, alinéa 1er et 187-*ter*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière se limitent à viser les « *instruments financiers* »[472]. Cependant, une définition de cette notion est donnée à l'article 180, alinéa 1er, *a*) du même texte : elle regroupe les instruments financiers négociés sur les marchés règlementés et sur les systèmes multilatéraux de négociations, ou ceux pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée à l'autorité compétente. Enfin, sont également concernés par la répression « *les instruments financiers* [autre que ceux précédemment mentionnés, mais] *dont la valeur dépend des actifs visés à l'article 1, alinéa 2* » du texte unique en matière d'intermédiation financière[473], tels que les contrats financiers à terme[474] par exemple ou les instruments dérivés servant au transfert du risque de crédit[475], ou encore les parts d'organisme de placement collectif en valeurs mobilières[476]. Du fait de la précision qui impose que la valeur de ces instruments dépende de celles des instruments négociés sur les marchés règlementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation, le champ de la répression du délit et du manquement italiens paraît plus restreint que celui du délit français de l'article L. 465-1, alinéas 1er et 3 du Code monétaire et financier qui ne limite aucunement l'opération d'initié.

451. Le domaine pénal européen de la répression de l'utilisation d'informations privilégiées : Les dispositions législatives françaises sont indubitablement conformes aux attentes des autorités de l'Union ; il semble possible de tirer la même conclusion pour l'article 184, alinéa 1er, *a*) du texte unique en matière d'intermédiation financière consacré au délit d'utilisation d'informations privilégiées. L'article 1, 2., alinéa 1er de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux

[472] Texte original : « *strumenti finanziari* » (art. 184, al. 1er et , alinéa 1er, TUF).
[473] Texte original : « *gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a)* » (art. 184, al. 4, TUF).
[474] Art. 1, al. 2, *d*), *e*), *f*), *g*) et *j*), TUF.
[475] Art. 1, al. 2, *h*), TUF.
[476] Art. 1, al. 2, *c*), TUF.

abus de marché[477] détermine le champ d'application de la répression pénale en précisant que lesdites infractions s'appliquent aux instruments financiers échangés sur les marchés règlementés, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de telles plateformes a été présentée à l'autorité compétente, ainsi que sur les systèmes multilatéraux de négociation et sur les systèmes organisés de négociation. De plus, la directive s'applique « *aux instruments financiers non visés aux points a), b) ou c), dont le cours ou la valeur dépend de la valeur d'un instrument financier visé auxdits points ou qui a un effet sur ce cours ou cette valeur, y compris, sans s'y limiter, aux contrats d'échange sur risque de crédit ou aux contrats financiers pour différences* »[478]. Enfin, l'article 1er, 5., de la directive dispose que « *La présente directive s'applique à toute transaction, ordre ou comportement concernant tout instrument financier visé aux paragraphes 2 et 4, indépendamment du fait que cette transaction, cet ordre ou ce comportement ait lieu ou non sur une plateforme de négociation* ».

452. Le respect du domaine européen de répression pénale par le délit français : Il n'y aucun doute quant à la conformité de l'article L. 465-1, alinéas 1er et 3 du Code monétaire et financier qui n'institue pas de limite quant aux actifs susceptibles de donner lieu à la commission de l'utilisation illicite d'informations privilégiées, d'autant que la jurisprudence a elle-même décidé que le délit d'initié pouvait s'appliquer aux opérations effectuées sur le marché libre[479]. Dès lors, son champ d'application coïncide *a priori* avec celui délimité par les autorités européennes.

453. La non-conformité aux exigences européennes du domaine pénal italien de répression : Quant à l'article 184, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière, il devrait également inclure tous ces instruments financiers, puisque s'il ne vise expressément que les instruments négociés sur les marchés règlementés et les

---

[477] 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.

[478] Art. 2, al. 1er, *d*), directive n° 2014/57/UE du 16 avr. 2014.

[479] CA Paris, 1° ch., 16 mars 1994, *Bergé c. Agent judiciaire du Trésor* ; *Bull. Joly Bourse* 1er mai 1994, n° 3, p. 275 ; *JCP G* 26 oct. 1994, n° 43, II, jurisp., n° 22321, note Jacques-Henri ROBERT ; *D.* 22 juin 1995, n° 23, p. 202, note Yves REINHARD. L'arrêt a été confirmé par la chambre commerciale de la Cour de cassation : Cass. com., 18 juin 1996, n° 94-13660, *Bergé* ; *Bull. civ.* IV 1996, n° 175, p. 151 ; *Banque et droit* sept.-oct. 1996, n° 49, p. 24, note Hubert DE VAUPLANE.

systèmes multilatéraux de négociation, il mentionne aussi les instruments dont la valeur dépend des précédents, ce qui permet d'englober y compris les instruments financiers négociés sur les systèmes organisés de négociation dont il est question à l'article 1, 2., alinéa 1er, *c*) de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014.

Cependant, le second alinéa de l'article 1, 2. de la directive se réfère également « *aux comportements ou aux transactions, y compris les offres, qui se rapportent à la mise aux enchères sur une plateforme d'enchères agréée en tant que marché réglementé de quotas d'émission ou d'autres produits mis aux enchères qui sont basés sur ces derniers, y compris lorsque les produits mis aux enchères ne sont pas des instruments financiers* ». Or, le législateur italien n'a pas encore pris en compte l'intégration de ces actifs dans le champ d'application de la répression pénale des abus de marché. Cette carence se retrouve pour le manquement administratif correspondant.

454. Le non-respect des exigences européennes par le champ administratif italien de répression : Le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 ayant trait aux sanctions administratives des abus de marché prévoit, dans son article 2, un domaine d'application identique à celui délimité dans la directive adoptée le même jour. Par conséquent, comme les quotas d'émission de gaz à effet de serre ne sont pas non plus inclus dans les instruments financiers de l'article 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, le droit italien n'est pas conforme aux attentes européennes.

455. La conformité aux textes européens du champ administratif français de répression : Au contraire, là encore, le manquement administratif d'utilisation illicite d'informations privilégiées répond parfaitement aux conditions posées par les normes européennes. En ce qui concerne l'article 622-1, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, l'opération boursière au travers de laquelle se manifeste l'utilisation illicite de l'information privilégiée doit porter sur « *les instruments financiers ou les produits de base auxquels se rapporte cette information, au moyen de contrats commerciaux ou d'instruments financiers auxquels ces instruments ou ces contrats commerciaux sont liés* » pour être susceptible de donner lieu à des sanctions administratives. L'article 611-1 du même texte délimite quant à lui le champ d'application des abus de marché, en précisant que relèvent de la compétence de

l'Autorité des marchés financiers les opérations qui portent sur les « *instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier* », c'est-à-dire aux titres et contrats financiers, admis aux négociations sur un marché réglementé français ou d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen[480] ou sur un système multilatéral de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de telles plateformes a été présentée à l'Autorité des marchés financiers[481] ; sur les « *opérations portant sur ces instruments, que celles-ci aient été effectivement exécutées ou non sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation défini à l'article L. 424-1 du code monétaire et financier* »[482] ; et sur les « *instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation défini à l'article L. 424-1 du code monétaire et financier, mais dont la valeur dépend d'un instrument financier admis aux négociations sur un tel marché ou système* »[483]. Par conséquent, comme l'opération réalisée par l'initié n'est délimitée ni par la catégorie d'instruments échangés, ni par la plateforme sur laquelle elle est accomplie, la réglementation française en matière de répression administrative de l'utilisation illicite d'une information privilégiée satisfait pleinement aux exigences posées par l'article 2, alinéa 1er du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[484]. Par ailleurs, l'article 742-3 du règlement général de l'autorité française sanctionne le fait d'utiliser une information privilégiée en procédant à une opération sur les plates-formes de négociation agréée dédiée aux quotas d'émission de gaz à effet de serre et aux produits mis aux enchères sur la base de ceux-ci et ce, à l'image de ce que prévoit l'article 2, alinéa 1er, paragraphe 2 du règlement européen.

456. Les modalités des opérations d'initiés : Le fait que l'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier vise l'opération réalisée « *soit directement, soit par personne interposée* » rejoint la formulation de l'article 622-2 du règlement général de l'Autorité

[480] Art. 611-1, al. 2, 2°, c), RG AMF.
[481] Art. 611-1, al. 2, 2°, a) et b), RG AMF.
[482] Art. 611-1, al. 2, 3°, RG AMF.
[483] Art. 611-1, al. 2, 4°, RG AMF.
[484] Art. 2, 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).

des marchés financiers, ainsi que celle des articles 184, alinéa 1er et 187-*ter*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière qui répriment les opérations que l'initié accomplit « *directement ou indirectement* »[485]. Le texte réglementaire français, à l'image des articles 3, paragraphe 1er de la directive européenne du 16 avril 2014[486] et 8, même paragraphe du règlement européen du même jour[487], ajoute par ailleurs que la transaction peut être réalisée par l'initié « *pour son propre compte ou pour le compte de tiers* », que l'opération concerne les marchés règlementés et les systèmes multilatéraux de négociation[488] ou les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits mis aux enchères basés sur ces derniers[489], ce que prévoient également les deux dispositions italiennes. En revanche, l'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier ne prévoit pas une telle hypothèse. Pour autant, l'auteur n'est pas exclu de la répression pénale parce qu'il agit au nom d'un tiers : l'acquisition ou la cession d'instruments financiers reste sa propre action, laquelle doit être réprimée car la recherche d'un profit n'étant pas requise[490]. Il importe peu que la transaction boursière de l'initié soit motivée par un enrichissement personnel ou par la volonté d'éviter une perte affectant ses propres revenus, ou qu'il souhaite simplement préserver le patrimoine d'une tierce personne. Il n'est pas non plus nécessaire, pour que l'initié soit sanctionné, qu'il ait réalisé une plus-value, ou au contraire qu'il ait évité une perte de valeur liée à la dépréciation ultérieure des titres suite à la diffusion de l'information privilégiée, ou encore que ce soit un tiers qui ait bénéficié de ce profit. En revanche, le profit éventuellement réalisé sera pris en compte pour déterminer la sanction administrative ou pénale[491].

---

[485] Texte original : « *direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi* » (art. 184, al. 1er, *a*) e 187-*ter*, al. 1er, TUF).

[486] 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.

[487] 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.

[488] Art. 622-2, al. 1er, RG AMF.

[489] Art. 742-3, al. 1er, RG AMF.

[490] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2a ed., 2013, p. 50.

[491] Art. L. 465-1 et L. 621-15, III, al. 2, C. mon. fin. pour le délit et le manquement français ; art. 184, al. 3 et 187-*bis*, al. 5, TUF pour le délit et le manquement italiens.
Cf. chapitre suivant §§ 609 s., pp. 303 s. des présents travaux.

457. L'hypothèse singulière de l'utilisation d'une information privilégiée par un initié sur le fondement d'une décision personnelle : La question se pose de savoir si une personne est susceptible de se voir reprocher une infraction lorsqu'elle opère sur le marché parce qu'elle dispose d'un renseignement qui la concerne. Deux situations pourraient être envisagées : d'une part, celle où l'objet de l'information privilégiée est directement lié à la volonté de cet individu d'agir sur le marché et d'autre part, celle où l'individu est sur le point d'adopter une ou plusieurs mesures qui concernent sa situation personnelle (exemple d'un dirigeant qui est sur le point de démissionner ou de partir à la retraite, ou qui a l'intention de lancer une offre publique d'acquisition)[492]. Les deux hypothèses ont été envisagées par les autorités européennes qui ont préconisé certaines orientations dans le considérant 31 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014.

Quant au premier cas, la solution est très claire : l'Union explique qu'« *Étant donné que l'acquisition ou la cession d'instruments financiers suppose nécessairement une décision préalable d'acquérir ou de céder de la part de la personne qui procède à l'une ou l'autre de ces opérations, le simple fait d'effectuer cette acquisition ou cette cession ne devrait pas être réputé constituer une utilisation d'une information privilégiée* ». Une conclusion dans le sens inverse était totalement impensable : la réalisation de transactions boursières nécessitant une réflexion pour élaborer un plan d'investissement, ou du moins pour opérer un choix rationnel, il est logique qu'un individu mûrisse plus ou moins longuement sa réflexion avant d'intervenir sur le marché[493]. Dès lors, il devient impossible de sanctionner une personne qui agit suite à la décision qu'il a prise d'acquérir ou de céder des titres financiers. Par conséquent, la formulation utilisée dans le considérant (« *ne devrait pas être réputé constituer une utilisation d'une information privilégiée* ») n'apparaît pas appropriée : l'expression « **ne doit pas constituer une utilisation d'une information privilégiée** » devrait se substituer à celle utilisée dans le règlement.

Quant au second cas, ayant trait à la possession par un initié d'une information privilégiée concernant sa situation personnelle ou professionnelle, là encore, le

[492] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, pp. 52-53.

[493] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 55.

règlement européen du 16 avril 2014 donne des éléments de réponse quant à l'existence ou non d'une utilisation illicite d'information privilégiée. C'est à nouveau le considérant 31 qui fournit des indications en précisant qu'« *Agir en se fondant sur ses propres plans et stratégies de négociation ne devrait pas être considéré comme une utilisation d'informations privilégiées*[494]*. Cependant, aucune de ces personnes physiques ou morales ne devrait être protégée en vertu de ses fonctions; elles ne devraient être protégées que si elles agissent de façon appropriée, dans le respect tant des normes de leur profession que de celles du présent règlement, à savoir dans le respect de l'intégrité du marché et de la protection des investisseurs* ». Ce texte est susceptible d'évoquer par exemple le projet d'un individu à l'origine d'une offre publique d'acquisition, qui de ce fait commencerait à rassembler les titres émis par la société cible de l'opération. Il est à mettre en lien avec l'article 9, paragraphe 4 du même règlement qui dispose qu'« *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié, lorsque cette personne a obtenu cette information privilégiée dans le cadre de la réalisation d'une offre publique d'acquisition sur, ou d'une fusion avec, une société, et utilise cette information privilégiée dans le seul but de mener à bien cette offre publique d'acquisition ou cette fusion, sous réserve qu'au moment de l'approbation de l'offre ou de la fusion par les actionnaires de cette société, toutes les informations privilégiées aient été rendues publiques ou aient cessé d'une autre façon d'être des informations privilégiées* ». Cet article correspond parfaitement aux exigences posées dans le considérant 31 qui impose que le professionnel agisse dans le respect des normes de sa profession et de l'intégrité des marchés financiers et de la protection des investisseurs. Dès lors, la solution peut être transposée pour un dirigeant qui possède des informations privilégiées relatives à sa situation personnelle : à titre d'exemple, si ce dernier à l'intention de démissionner ou de prendre sa retraite, il ne devrait pas agir sur le marché avant d'annoncer son départ au public, mais devrait attendre que la nouvelle soit portée à la connaissance des investisseurs, et éventuellement agir dans les instants immédiatement successifs. Ainsi, l'utilisation illicite d'informations privilégiées ne pourrait être caractérisée, puisque l'opération boursière a lieu ultérieurement à la

[494] Cette conception est partagée par les mêmes auteurs qui considèrent que le « **mérite économique** » (« ***merito economico*** ») doit revenir à celui qui a élaboré « **le projet économique** » (« ***progetto economico*** ») : *op. cit.*, p. 56.

communication de l'information ; l'équité des investisseurs dans les conditions de négociations se trouve préservée.

De ces développements, il est donc possible de comprendre que si une opération sur le marché nécessite une réflexion préalable, laquelle empêche la sanction de l'initié qui agit suite à la décision qu'il a prise, une personne qui utilise à son profit une information privilégiée concernant sa propre situation personnelle pourrait en revanche se voir imputer l'infraction d'utilisation illicite, dès lors qu'elle nuit par son intervention à l'intégrité du marché, notamment parce qu'elle porte atteinte à l'équité des investisseurs face à l'information financière.

458. La modification ou l'annulation d'un ordre passé avant l'obtention de l'information privilégiée : Il s'agit des hypothèses où l'ordre de bourse n'est pas immédiatement suivi de son exécution, et où il est révoqué ou modifié. Le retrait de l'ordre se manifeste par sa suppression pure et simple ; la transformation de l'ordre correspond en revanche à la modification du sens de la transaction ou du volume de titres financiers à acquérir ou à vendre. Si l'intervention est réalisée suite à l'obtention de l'information privilégiée, alors l'utilisation illicite d'informations privilégiées est caractérisée. Cette solution est admise tant par la doctrine[495], que par la jurisprudence[496] et elle a été récemment consacrée par le législateur européen aux articles 3, paragraphe 4 de la directive n° 2014/57/UE et 8, paragraphe 1 (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014, lesquels disposent que : « *L'utilisation d'informations privilégiées pour annuler ou pour modifier un ordre concernant un instrument financier auquel ces informations se rapportent, lorsque l'ordre a été passé avant que la personne concernée ne détienne les informations privilégiées, est également considérée comme une opération d'initié* ». Une telle solution est cohérente puisque la modification ou le retrait de l'ordre de bourse indique un changement de décision dans l'esprit de l'initié, changement induit par l'obtention de l'information privilégiée. Par conséquent, une telle conduite relève bien de l'utilisation illicite de ladite information.

---

[495] 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. 135.

[496] TGI Paris, 30 mars 1979, *JCP G* 1980, jurisp., II, n° 19306, note André TUNC cité par Frédéric STASIAK, *Droit pénal des affaires*, L.G.D.J. (lextenso éditions), 2009, spéc. p. 285.

459. Préparation d'une offre publique d'acquisition et distinction avec le ramassage en bourse : Cette pratique correspond au rassemblement des actions auxquelles procède l'initiateur de l'offre publique, en particulier lorsque cette dernière est inamicale : ce dernier cherche à obtenir un maximum de titres financiers émis par la société cible de l'opération. *A priori*, l'acquisition de ces instruments financiers devrait aboutir à la caractérisation d'une infraction d'utilisation illicite d'information privilégiée, puisqu'elle réside dans une transaction boursière réalisée sur la base du renseignement confidentiel lié à la réalisation imminente de l'offre publique d'achat. Une telle pratique ne doit pas être confondue avec celle du ramassage en bourse. En vertu de l'article 3, paragraphe 1, 31) du règlement (UE) n° 596/2014[497], le ramassage en bourse doit s'entendre d'« *une acquisition de titres d'une société qui n'entraîne pas d'obligation législative ou réglementaire d'annoncer le lancement d'une offre publique d'achat sur cette société* ». En France, le dépôt d'une offre publique est obligatoire dans les conditions de l'article 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, c'est-à-dire « *lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société* »[498] ou « *lorsqu'elles viennent à détenir par suite de fusion ou d'apport plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société* »[499]. Le même seuil est posé par l'article 106, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière[500], applicable aux sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé italien ; il est compris entre 25 et 40 % pour les petites et moyennes entreprises[501].

---

[497] 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.

[498] Art. 234-2, al. 1er, RG AMF.

[499] Art. 234-2, al. 3, RG AMF.

[500] L'article 106, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose en effet que : « *Quiconque, suite à une acquisition ou à une augmentation de ses droits de vote, vient à détenir une participation supérieure à 30% ou à posséder plus de 30% des droits de vote, doit promouvoir une offre publique d'acquisition adressée à tous les détenteurs de titres sur l'ensemble des titres admis aux négociations sur un marché règlementé qu'ils possèdent* » ; texte original : « *Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso* ».

[501] Art. 106, al. 1er-*ter*, TUF.

460. La différence de régime entre la préparation de l'offre publique d'acquisition et le ramassage en bourse : La doctrine considère que la première pratique est tout à fait légale dès lors qu'elle consiste en l'acquisition progressive des titres de la société dans le respect des règles de la transparence financière[502]. Toutefois, il convient de préciser que la jurisprudence est particulièrement exigeante quant à la communication des informations relatives à l'évolution de la mise en œuvre de l'opération financière : elle impose notamment que lorsque les franchissements des différents seuils posés par l'article L. 233-7 du Code de commerce ne sont que les étapes successives d'une opération financière globale, il convient de porter à la connaissance du public l'intention véritable des acteurs de ce projet[503]. Cette solution correspond à la conception de l'information privilégiée consacrée à l'article 7, paragraphe 3 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2004[504] relatif aux processus comprenant plusieurs étapes.
En revanche, celle du ramassage en bourse serait illicite en-dehors de toute volonté de prise de contrôle d'une société par le biais d'une offre publique d'acquisition[505]. D'ailleurs, l'article 9, paragraphe 4, alinéa 2 du règlement (UE) n° 596/2014 est très évocateur à ce sujet : alors que la présomption d'utilisation d'informations privilégiées est écartée pour toute personne, quelle que soit sa qualité, dès lors que les acquisitions d'instruments financiers ont été réalisées dans le seul but de mener une offre publique d'achat ou une fusion, elle reste maintenue pour le ramassage en bourse. Il reviendra donc à l'opérateur qui veut se disculper de l'infraction d'utilisation illicite d'information privilégiée d'apporter la preuve que son action n'a pas été déterminée par la détention de l'information privilégiée.

461. La pratique controversée du *scalping* : Il s'agit d'une pratique qui consiste pour un journaliste ou un analyste financier à anticiper les effets sur le marché et sur le cours

---

[502] Cf. *supra* au sein du second chapitre du second titre de la première partie § 459 relatifs aux déclarations d'opérations financières significatives et de franchissements des seuils, pp. 160-161.
[503] Cass. com., 27 mai 2015, n° 12-21361, *Bull. civ. IV* 2015, n° , *Société Wendel et Lafonta c. AMF.*
[504] 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.
[505] Aldo LAUDONIO, « Rastrellamento di azioni, *delisting* ed il fantasma dell'*insider* di se stesso » (nota a Tar Lazio Roma, sez. I, 10 luglio 2012, n. 6257, *Cremoni*, pp. 1-6) ; *Rivista di diritto bancario* febb. 2013, pp. 6-32, spéc. p. 21.

des instruments financiers concernés par les recommandations ou analyses qu'il produit et qu'il est sur le point de publier[506]. La qualité de professionnel de l'individu induit en principe des études menées avec sérieux et des conseils fondés sur des hypothèses tangibles et fiables. Dès lors, le contenu de ces travaux est susceptible de revêtir un certain caractère de précision propre à l'information privilégiée, et d'engendrer éventuellement, une altération des cours des valeurs mobilières évaluent, ce qui permet d'établir la sensibilité desdits renseignements. Le journaliste ou l'analyste se retrouve dès lors en possession d'une information privilégiée et par conséquent, selon certains auteurs[507], il devrait s'abstenir d'agir sur le marché tant que ses conclusions n'ont pas été portées à la connaissance du public, c'est-à-dire rendu accessibles aux investisseurs. Dans le cas contraire, il nuirait au fonctionnement clair et transparent des marchés financiers, et donc à l'équité des investisseurs dans les conditions de transaction boursière ; par là-même, il pourrait lui être reproché un manquement à la déontologie de sa profession[508]. D'autres auteurs considèrent en revanche qu'il n'y a pas d'exploitation d'information privilégiée, mais plutôt le fait de tirer profit d'un conflit d'intérêts, qui consiste à émettre des positions sur un instrument financier, pour ensuite effectuer des opérations en bénéficiant des modifications des cours provoquées par la publication des recommandations[509]. Seulement, si un professionnel diffuse des recommandations sur des instruments financiers qu'il détient ou qu'il compte acquérir juste après la publication, dans le seul but de provoquer une altération des cours en modifiant le prix qui devrait normalement résulter de la confrontation des ordres de vente et d'achat enregistré sur les marchés, la conduite relève davantage des

---

[506] Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 629.

[507] *Ibid*.

[508] *Ibid*.

[509] Sergio SEMINARA, « Informazione finanziaria e diritto penale (*Disclose or abstain ?*, La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di *insider trading*: riflessione sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie) » *in* (a) AA.VV., p. 233 ss. (p. 257), cité par Melissa MIEDICO, « Gli abusi di mercato », *in* Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 86 : l'auteur explique que « le [caractère blâmable] du *scalping* réside, en réalité, seulement dans le conflits d'intérêts qui pousse l'agent à recommander l'acquisition des valeurs qu'il détient et à les revendre immédiatement après : cet élément est destiné à rester en-dehors de la conduite matérielle typique de l'abus d'informations privilégiées » ; texte original : « *il disvalore dello scalping risiede, infatti, per intero nel conflitto di interessi che muove l'agente a raccomandare l'acquisto dei valori da lui detenuti e che egli rivende subito dopo: elemento, questo, destinato a restare fuori della condotta tipica dell'abuso di informazioni privilegiate* ».

manipulations de marché comme le précise l'article 12, paragraphe 2, d) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[510]. Cependant cette hypothèse est à distinguer de celle où le journaliste informe correctement le marché sans intention aucune d'entraver son libre fonctionnement, en publiant des études sérieuses et fondées sur des hypothèses tangibles, et où il opère précédemment à la diffusion de ses travaux, en anticipant les effets que ceux-ci produiront lorsqu'ils seront portés à la connaissance du public : un tel comportement coïncide parfaitement avec les éléments constitutifs de l'utilisation d'informations privilégiées.

462. La consommation de l'utilisation d'informations privilégiées : Selon la jurisprudence française, l'infraction d'utilisation d'informations privilégiées est consommée dès que l'ordre boursier a été passé, peu importe qu'il soit successivement exécuté[511]. Il est nécessaire que le lancement de l'ordre intervienne avant la diffusion de l'information dans le public et qu'il ait été suscité par la détention de celle-ci, quelles que soient les suites données à cet ordre. Plusieurs décisions jurisprudentielles françaises vont dans ce sens : ainsi, il a été décidé que le délit est consommé dès lors que l'initié n'a pas révoqué son ordre de bourse après avoir eu connaissance de l'information privilégiée[512].

La Cour d'appel de Milan avait opté pour la même solution dans un arrêt du 12 novembre 2007 où elle expliquait que « l'infraction [...] est consommée au moment et à l'endroit où l'agent 'acquiert' un instrument financier, en se servant d'une information privilégiée » et que « le moment de l'acquisition doit être identifié dans le moment et le lieu où les propositions de négociation (vente et achat) se rencontrent informatiquement dans le système organisé par la société Borsa

[510] L'article 12, paragraphe 2, d) 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) sanctionne le fait de « *le fait de tirer parti d'un accès occasionnel ou régulier aux médias traditionnels ou électroniques en émettant un avis sur un instrument financier* [...] *après avoir pris des positions sur cet instrument financier* [...] *et de profiter par la suite de l'impact dudit avis sur le cours de cet instrument* [...] *sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d'intérêts* ».

[511] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, pp. 101-102.

[512] TGI Paris, 30 mars 1979, *JCP* 1980, II, n° 19306, note André TUNC.

Italiana Spa, qui gère [...] le marché de la Bourse »[513]. Cependant, elle a été contredite par la section pénale de la Cour de cassation italienne qui n'a pas adopté la même solution en 2009 en décidant que « Les considérations jusqu'alors présentées induisent ce Collège à conclure en retenant que, aux fins de la détermination de la compétence territoriale, le lieu de consommation de l'infraction [...] réalisée par le biais d'acquisition d'instruments financiers dématérialisés en utilisant des informations privilégiées que l'agent possède pour diverses raisons, doit être identifié dans l'endroit où est effectué l'enregistrement des titres sur le compte de l'acquéreur, lequel caractérise le moment de transfert de propriété des biens objet de la transaction »[514]. La consommation du délit italien est donc plus tardive et correspond au moment où le transfert de propriété est réalisé. Cette solution, si elle permet d'identifier simplement dans l'émission de l'ordre boursier le commencement d'exécution de l'infraction utile à la caractérisation de la tentative, n'apporte pas une grande satisfaction au regard de la finalité de l'infraction d'abus d'informations privilégiées, laquelle tend à préserver l'équité des investisseurs face à l'information financière en prohibant toute exploitation d'un avantage informationnel. Dès lors, l'exécution ou non de l'ordre ne devrait pas revêtir tant d'importance : la transmission de l'ordre de bourse révèle déjà le fait que le détenteur de l'information privilégiée profite de la situation d'asymétrie.

463. La répression de la tentative d'utilisation d'une information privilégiée : L'article 2, paragraphe 1, alinéa 1er de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[515]

---

513 Texte original : « *il reato* [...] *si consuma nel momento e nel luogo in cui l'agente 'acquista' uno strumento finanziario, avvalendosi di un' informazione privilegiata* » et « *il momento dell'acquisto è da identificare nel luogo e nel tempo in cui le proposte di negoziazione (vendita e acquisto) si incrociano telematicamente nel sistema organizzato da Borsa Italiana Spa, che gestisce* [...] *il mercato della Borsa* », *in* CA Milano, 12 nov. 2007, *Unipol*.

514 Texte original : « *Le considerazioni fin qui svolte inducono questo Collegio a ritenere conclusivamente che, ai fini della determinazione della competenza per territorio, il luogo di consumazione del reato di aggiotaggio commesso attraverso l'acquisto di strumenti finanziari dematerializzati utilizzando informazioni privilegiate di cui l'agente sia a diverso titolo in possesso, va individuato in quello nel quale risulti effettuata la registrazione dei titoli sul conto dell'acquirente, che segna il momento del trasferimento della proprietà dei beni oggetto di compravendita* » *in* Cass. pen. sez. V, 21 genn. 2009 (dep. 23 febb. 2009), n. 7769, *C.G. N. e S.I. N., Unipol s.p.a.* ; *Giur. com.* genn.-febb. 2010, vol. 37.1, fasc. 1, II, pp. 77-80, nota Marco CIAN (pp. 80-91) ; *Banca, borsa tit. cred.* marzo-apr. 2011, vol. LXIV, n. 2, pp. 187-190, nota Silvia VANONI (pp. 191-215).

515 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.

réprimait déjà la tentative d'utilisation d'informations privilégiées en ce qu'il visait le fait « *d'utiliser cette information,* ***en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder*** […] *les instruments financiers auxquels se rapporte cette information* »[516]. Cette disposition a directement inspiré de l'article 622-1, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, qui réprime expressément la tentative par la reprise littérale des termes du texte communautaire du 28 janvier 2003. Si la sanction administrative de la tentative est déjà ancienne, elle n'est que très récente pour le délit pénal puisqu'elle a été introduite par la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013[517] suite aux propositions de directives et de règlement du 20 octobre 2011[518], qui ont donné lieu aux deux textes adoptés le 16 avril 2014[519] et qui ont expressément imposé la répression de la tentative d'utilisation illicite d'informations privilégiées aux articles 6, paragraphe 2 de la directive et 14, a) du règlement. En Italie, la tentative était sanctionnée depuis longtemps déjà et concernait tant l'infraction pénale[520] que l'infraction administrative[521].

464. Les difficultés quant à la caractérisation de la tentative française d'utilisation de l'information privilégiée : Si l'existence d'une tentative paraît admissible en Italie, elle semble beaucoup moins envisageable en France. L'article 56, alinéa 1er du Code pénal italien dispose que « *Quiconque accomplit des actes appropriés et finalisés de manière non équivoque à commettre un délit, répond du délit tenté, si l'action ne se réalise*

---

[516] Mis en gras par nous.

[517] Loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0173 du 27 juil. 2013, p. 12530.

[518] 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.

[519] 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.

[520] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 45.

[521] Art. 187-*bis*, al. 6, TUF.

pas ou si l'évènement ne se vérifie pas »[522]. La jurisprudence italienne a quant à elle décomposé le processus qui mène à la réalisation d'une opération boursière sur la base d'une information privilégiée, en mentionnant les personnes susceptibles d'être impliquées et par là-même les différentes étapes de l'opération : ces dernières regroupent « le cédant qui charge l'intermédiaire de procéder à l'opération boursière, l'intermédiaire lui-même qui émet l'ordre boursier et inscrit le débit sur le compte du cédant, la société de gestion centralisée qui exécute le transfert, enfin l'intermédiaire de l'acheteur, qui crédite les instruments acquis sur le compte de ce dernier »[523]. Étant donné que l'infraction est considérée comme parfaite au moment où l'acquéreur voit les instruments financiers inscrits sur son compte[524], quelques rares hypothèses seraient susceptibles de correspondre à une tentative. Il pourrait s'agir par exemple du lancement d'un ordre de bourse qui n'a pas été exécuté du fait de l'intervention d'évènements indépendants de la volonté de l'auteur, tels que la défaillance du système informatique de la société de gestion par le biais duquel il est procédé au transfert de propriété des valeurs échangées[525], ce qui en pratique devrait rester plutôt inhabituel.

Au contraire, la France identifie le moment de consommation de l'infraction au moment où est lancé l'ordre de bourse, indépendamment de son exécution ultérieure ou non[526]. Or l'article 121-5 du Code pénal français exige, pour que la tentative soit caractérisée, « *un commencement d'exécution* » et une suspension ou un effet manqué

---

[522] Texte original : « *Chi compie atti idonei, diretti in modo non equivoco a commettere un delitto, risponde di delitto tentato, se l'azione non si compie o l'evento non si verifica* » (art. 56, C. pén. it.).

[523] Texte original : « ***l'alienante che incarica l'intermediario di procedere all'operazione di giro, l'intermediario stesso, che emette l'ordine di giro e addebita il trasferimento al conto del cedente, la società di gestione accentrata, che esegue il giraconto, in fine l'intermediario del compratore, che accredita l'acquisto sul conto di quest'ultimo*** », *in* Cass. pen. sez. V, 21 genn. 2009 (dep. 23 febb. 2009), n. 7769, *C.G. N. e S.I. N., Unipol s.p.a.* ; *Giur. com.* genn.-febb. 2010, vol. 37.1, fasc. 1, II, pp. 77-80, nota Marco CIAN (pp. 80-91) ; *Banca, borsa tit. cred.* marzo-apr. 2011, vol. LXIV, n. 2, pp. 187-190, nota Silvia VANONI (pp. 191-215).

[524] Cf. § 462, pp. 163-164 des présents travaux.

[525] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, pp. 45-46.

[526] De ce fait, nous ne partageons pas l'opinion de Didier MARTIN, Éric DEZEUZE et Florian BOUAZIZ, selon laquelle la tentative pourrait résulter « d'un ordre passé par l'initié sur le fondement de l'information mais qui, faute de contrepartie, n'est pas exécuté », *in Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 117. Une telle opinion serait valide seulement si la perfection de l'infraction était caractérisée au moment de l'exécution de l'ordre de bourse..

« *en raison de circonstances indépendantes de la volonté de son auteur* ». Le commencement d'exécution, distinct des actes préparatoires de l'infraction, peut s'entendre de « **tout acte délibéré qui tend directement au délit** »[527], ce qui rappelle « *les actes finalisés* […] *à commettre un délit* » de la définition italienne. Dès lors, une anticipation de la sanction de l'initié par la répression de la tentative d'utilisation d'informations privilégiées apparaît difficilement concevable du fait du défaut d'un commencement d'exécution, à moins là encore qu'un dysfonctionnement informatique ait empêché le lancement de l'ordre boursier. Néanmoins, hormis cette hypothèse bien particulière et peu fréquente, la tentative ne semble pouvoir être appréhendée. Par conséquent, il pourrait être opportun de décaler le moment de l'exécution de l'ordre de transaction : d'une part, cela permettrait de caractériser la tentative en qualifiant le lancement de cet ordre de commencement d'exécution traduisant l'intention criminelle de l'initié ; d'autre part, la répression du délit n'en pâtirait pas puisqu'en France, la personne qui a tenté de commettre une un crime ou un délit est considérée comme auteur à l'image de celui dont l'infraction a été consommée et de ce fait, la même peine serait encourue.

465. La répression de de l'instigation à l'utilisation d'une information privilégiée : L'article 6, paragraphe 1er de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[528] étend la répression pénale à la complicité d'utilisation d'informations privilégiées et à l'incitation à commettre une telle infraction. Plus précisément, la sanction de la complicité et de l'instigation concerne l'utilisation d'une information privilégiée par quelque personne que ce soit, et que l'actif concerné par la transaction soit un instrument financier négocié sur un marché réglementé, sur un système multilatéral de négociation ou sur un système organisé de négociation, ou encore un quota d'émission de gaz à effet de serre ou un produit basé sur ce dernier et mis aux enchères[529]. Or, l'article 3, paragraphe 6 de la même directive exige que soit sanctionné pénalement « *le fait de recommander à une autre personne d'effectuer une opération d'initié, ou d'inciter une autre personne à effectuer une opération d'initié* ». Par conséquent, il existe une infraction autonome en

[527] Jacques LEROY, *Droit pénal général*, L.G.D.J. (lextenso éditions), 5° éd., 2014, p. 181.

[528] 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.

[529] Art. 6, paragraphe 1, par renvoi aux articles 3, paragraphes 2 à 5 de la directive du 16 avril 2014.

cas de recommandation à un tiers d'accomplir une transaction boursière sur la base d'une information privilégiée, ou en cas d'incitation à la réalisation d'une telle opération. Dès lors, une telle conduite devrait être sanctionnée en tant que telle et non dans le cadre de l'incitation de l'article 6, paragraphe 1er, ce qui conduit à réduire considérablement la portée de la disposition. Il est vraiment complexe de distinguer les conduites qui relèveraient de l'infraction autonome mentionnée ci-dessus et celles qui seraient de nature à être sanctionnées par le biais de l'incitation à utiliser des informations privilégiées. Il semble en revanche cohérent de penser que les deux types de comportements correspondent à des faits matériels identiques : cette position paraît confortée par l'article 14, b) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[530] qui sanctionne administrativement le fait de « *recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés* », sans prévoir de complicité pour l'utilisation d'informations privilégiées. Toutefois, il est possible de douter de la pertinence réelle de cette observation, étant donné que ce texte communautaire ne réprime aucun acte de complicité.

466. La répression de la complicité d'utilisation d'informations privilégiées : La même difficulté survient quand il est fait référence à la complicité d'utilisation d'informations privilégiées. L'une des premières hypothèses susceptibles d'être envisagées est celle où un individu fournit à un autre l'information privilégiée ; cependant, là encore, cette hypothèse donne lieu à la commission d'une infraction autonome, qui réside dans la divulgation illicite d'information privilégiée dès lors que cette dernière a lieu en-dehors du cadre normal de l'exercice de la profession ou des fonctions exercées par son détenteur. La seconde situation de nature à caractériser une complicité d'utilisation d'informations privilégiées réside dans la réalisation de la transaction boursière par un tiers pour le compte de celui qui détient l'information privilégiée. Cependant, à nouveau, étant donné que l'opération d'initié peut être punie quand elle est accomplie directement ou indirectement, c'est-à-dire soit par l'initié lui-même soit par personne interposée, pour son propre compte ou pour le compte d'un tiers, le possesseur de l'information privilégiée comme l'exécutant de l'ordre boursier

[530] 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.

pourront se voir imputer le délit : le premier comme auteur intellectuel, le second comme auteur matériel[531]. Cependant, pour ce dernier, il conviendra de vérifier qu'il ne s'agit pas d'un professionnel agissant en sa qualité d'intermédiaire dans la limite des règles régissant sa profession et qu'il avait bien personnellement connaissance de l'information privilégiée ayant poussé l'initié à commander une transaction boursière.

[531] Cass. crim., 8 oct. 1996, n° 95-86146, *Dr. pén.* 1997, comm. 45, Michel VERON.

B- La communication illicite de l'information privilégiée

467. Présentation et justification de l'infraction de communication illicite de l'information privilégiée : La communication illicite d'informations privilégiées était déjà prévue dans les directives n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989[532] et n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[533]. Le règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse incriminait également la communication de telles informations « *à des fins autres ou pour une activité autre que celles à raison desquelles elle est détenue* »[534]. Il en était de même pour la loi italienne n° 57 du 17 mai 1991 qui interdisait de « *communiquer à des tiers, sans motif légitime* »[535] des informations privilégiées. La finalité de la prohibition de telles conduites réside dans la volonté des autorités de limiter le nombre de personnes en situation d'avantage informationnel vis-à-vis du reste des investisseurs[536], et de préférer la diffusion intégrale et simultanée via les canaux officiels des informations utiles à la prise de décision de ces derniers. Il s'agit donc d'une sorte d'infraction obstacle destinée à empêcher les opérations d'initiés.

Aujourd'hui, on retrouve l'infraction tant dans sa version pénale que dans sa version administrative, en droit européen, français et italien. L'article 3, paragraphe 2 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 impose des sanctions pénales pour la personne qui « *divulgue ces informations à toute autre personne, sauf lorsque la*

---

[532] 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. L'article 3, a) sanctionnait le fait pour les initiés de « *communiquer cette information privilégiée à un tiers, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions* ».

[533] 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. C'est également l'article 3, a) de la directive qui prévoyait la communication illicite d'informations privilégiées en reprenant une formulation identique.

[534] Art. 2, al. 2, art. 3 et art. 4 du 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.

[535] Art. 2, al. 2, de la loi n° 57 du 17 mai 1991 (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).

[536] C.J.C.E., gde ch., 22 nov. 2005, aff. C-384/02, *Knud Groongard et Allan Bang* : « Afin de limiter le nombre de personnes susceptibles d'exploiter une telle information en cédant ou en acquérant les valeurs mobilières concernées par celle-ci, l'article 3 de la directive 89/592 prévoit également, pour les personnes mentionnées à l'article 2 de la même directive, une interdiction de communiquer des informations privilégiées aux tiers » (§ 24 de la décision).

divulgation s'effectue dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, y compris lorsqu'elle relève d'un sondage de marché ». L'article 10, paragraphe 1, alinéa 1er du règlement (UE) n° 596/2014 du même jour prévoit un comportement semblable, mais qui *a priori* n'est pas identique, puisque la communication est illicite lorsqu'elle survient en-dehors du « *cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions* »[537].

468. La nécessité d'une communication en-dehors de « l'exercice normal » ou du « cadre normal de l'exercice » d'un travail, d'une profession ou de fonctions : La première formulation est celle qui est contenue dans l'article 3, paragraphe 2 de la directive, alors que la seconde est insérée dans l'article 10, paragraphe 1, alinéa 1er du règlement. La différence de formulation ne peut être anodine et il sera démontré ultérieurement que pour les manipulations de marché, la répression administrative possède un champ d'application plus large que celui de la répression pénale. Néanmoins, il est possible que cela soit le contraire pour l'infraction pénale et le manquement administratif de divulgation illicite d'informations privilégiées. Il convient, cependant, de nous demander dans quelle limite cette disparité existe. « *L'exercice normal* » pourrait faire référence à l'exécution de tâches inhérentes au travail, à la profession ou aux fonctions, en ce sens que la communication de l'information ne sera licite que si elle a lieu pour les strictes nécessités de l'activité mise en œuvre ; « *le cadre normal de l'exercice* » pourrait simplement évoquer la circonstance de la communication de l'information privilégiée à l'occasion de l'exercice de l'emploi, de la profession ou des fonctions. Autrement dit, la communication demeurerait autorisée lors qu'elle a lieu pendant l'exercice de l'emploi, de la profession ou des fonctions, ce qui diminue considérablement le domaine de la répression administrative par rapport à celui de la sanction pénale. La distinction rappellerait alors celle qui est utilisée en matière de corruption où le fonctionnaire, la personne en charge d'une mission de service public ou investie d'un mandat électif sollicite ou agrée des promesses, dons ou présents, afin qu'il réalise un acte de sa fonction ou facilité par sa fonction. Une telle différence de formulation est regrettable, car il est incohérent que la répression possède un champ

[537] 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.

d'application plus ou moins large dès lors que la communication illicite de l'information privilégiée conduit à étendre la situation d'asymétrie informationnelle, ce qui est susceptible de nuire à la confiance des investisseurs en les marchés financiers et à la protection de l'intégrité de ces derniers[538].

469. La position de la jurisprudence européenne : La Cour de justice des communautés européennes avait été saisie en 2005[539] par le Danemark de questions préjudicielles relatives à la formulation du délit qui se trouvait dans l'ancienne directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989[540]. L'article 3, a) de ce texte prohibait la communication des informations privilégiées en dehors du « *cadre normal de l'exercice de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions* » par les initiés ; autrement dit, la rédaction alors en vigueur correspond à la formule actuelle utilisée dans le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[541]. La Cour de justice a opté dans cet arrêt du 22 novembre 2005 pour une conception restrictive de l'expression employée. Pour ce faire, elle a en premier lieu rappelé, que l'autorisation de communication accordée par les textes devait être interprétée de façon stricte, afin d'éviter la propagation inutile des informations privilégiées, et surtout dans le but d'éviter l'augmentation du nombre auteurs potentiels du délit d'utilisation d'informations privilégiées[542]. En second lieu, elle a déduit de sa première affirmation que « **la communication d'une telle information n'est justifiée que si elle est strictement nécessaire à l'exercice d'un travail, d'une profession ou d'une fonction et respectueuse du principe de proportionnalité** »[543]. Une telle solution limite non seulement les circonstances dans lesquelles les renseignements confidentiels peuvent être transmis dans le cadre d'une activité professionnelle, mais elle limite également la quantité d'informations fournie du

[538] Pour la distinction entre travail, profession et fonction, nous renvoyons aux développements consacrés aux initiés secondaires § 438 pp. 137-139 des présents travaux.
[539] C.J.C.E., gde ch., 22 nov. 2005, aff. C-384/02, *Knud Groongard et Allan Bang*.
[540] 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.
[541] 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.
[542] Elle expliquait que « **ladite exception pose la condition d'un lien étroit entre cette communication et l'exercice de ce travail, de cette profession ou de ces fonctions pour justifier une telle communication** » (§ 31 de la décision).
[543] § 34 de la décision.

fait de l'exigence de proportionnalité instituée, ce qui implique que la personne qui détient des informations privilégiées ne peut transmettre l'ensemble des données ; au contraire, il ne doit divulguer que ce qui est strictement nécessaire, c'est-à-dire que ce qui est indispensable à l'exercice de la tâche, de la profession des fonctions.

470. L'application de l'ancienne jurisprudence de la Cour de justice aux dispositions actuelles : Une difficulté découle de la confrontation de la jurisprudence et du nouveau règlement : puisque la formulation de la directive du 13 novembre 1989 correspond à celle contenue dans le règlement européen du 16 avril 2014 qui vise « *le cadre normal de l'exercice* » des fonctions de la profession, existe-t-il une différence entre le champ d'application du manquement et celui des infractions susceptibles de donner lieu à des sanctions pénales, dès lors que dans ce deuxième cas, la communication intervient en dehors de « *l'exercice normal* » des professions ou de la fonction. Soit l'on considère, que les deux dispositions ont un champ d'application identique du fait de l'objectif poursuivi par l'institution des incriminations de communication d'informations privilégiées, à savoir éviter la propagation de l'asymétrie informationnelle, et dans ce cas, la transmission d'une information privilégiée sera licite seulement parce qu'elle était strictement nécessaire pour les besoins de l'exécution des tâches inhérentes à l'emploi, à la fonction ou à la profession fermée. Soit l'on considère qu'il existe bien une disparité entre les deux types d'infractions, ce qui semble confirmé par le fait que tous les abus de marché présentent des divergences d'application entre la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[544] et le règlement (UE) n° 596/2014 du même jour[545]. Dès lors, la solution adoptée par la Cour de justice des Communautés européennes le 22 novembre 2005 devrait être appliquée à l'infraction dans sa forme pénale, du fait de l'interprétation stricte qu'elle offre, en parfaite conformité avec le principe d'interprétation stricte de la loi pénale ; au contraire, pour le manquement correspondant, il serait possible d'envisager que la transmission de l'information soit licite lorsqu'elle a été permise par l'exercice de l'emploi, de la profession des fonctions,

[544] 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.

[545] 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.

c'est-à-dire quand ce dernier a fournir l'occasion de communiquer le renseignement sensible et confidentiel. À moins que la différence de formulation ne fasse disparaître que l'exigence de proportionnalité qu'avait créée la juridiction européenne dans sa jurisprudence précédente : selon cette acception, la communication de l'information privilégiée serait licite dès lors qu'elle est intervenue pour les besoins de l'activité professionnelle, même si la connaissance de cette information par son destinataire n'était pas indispensable à l'exercice de cette activité. Une telle interprétation permettrait de conserver la distinction entre le délit et le manquement, à l'image de ce que prévoit la directive et le règlement européens du 16 avril 2014, tout en évitant l'excès de réduction du champ d'application de l'infraction administrative qui ne pourrait être appliquée, dans le cas contraire, qu'en cas de communication intervenant en-dehors de la profession, de l'emploi ou des fonctions, ce qui reviendrait à considérer qu'elle serait illicite seulement quand elle n'a aucun lien avec l'activité exercée par son détenteur. Cette dernière solution apparaît de ce fait peu convaincante.

471. La communication d'informations privilégiées dans les systèmes juridiques nationaux : L'article L. 465-1, alinéa 2 du Code monétaire et financier incrimine le fait de communiquer l'information privilégiée « *à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions* ». Cette formulation correspond à celle utilisée par dans le règlement européen du 16 avril 2014 ; toutefois, la jurisprudence considère la transmission de l'information privilégiée illicite dès lors qu'elle n'était pas nécessaire à l'exercice du travail, de la fonction ou de la profession[546]. L'article 622-2, alinéa 2, 1° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers aggrave la répression en augmentant son domaine d'application puisqu'il interdit aux détenteurs d'informations privilégiées de « *communiquer cette information à une autre personne en dehors du cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions ou à des fins autres que celles à raison desquelles elle lui a été communiquée* »[547]. La rédaction de la disposition règlementaire sous-entend que la transmission de l'information privilégiée doit répondre à une nécessité identifiée préalablement, c'est-à-dire lorsque ladite information a été obtenue par l'auteur. La communication illicite est également

[546] C.J.C.E., gde ch., 22 nov. 2005, aff. C-384/02, *Knud Groongard et Allan Bang*.

[547] La même formulation est utilisée relativement à la communication d'informations privilégiées relatives aux quotas d'émission de gaz à effet de serre et aux produits basés sur ces derniers et mis aux enchères (art. 742-3, al. 2, 1°, RG AMF).

susceptible de s'appliquer aux indices de référence, qui ne sont pourtant pas inclus dans le champ de la répression européenne[548].

En revanche, les articles 184, alinéa 1er, b) et 187-*bis*, même alinéa, même lettre du texte unique en matière d'intermédiation financière sanctionne la personne qui possède des informations privilégiées et « *communique de telles informations à d'autres personnes, en-dehors de l'exercice normal d'un travail, d'une profession, d'une fonction ou d'une charge* »[549]. Les dispositions apparaissent donc plus proches de la conduite susceptible d'être pénalement sanctionnée par le droit européen, car elles répriment le fait de transmettre à un tiers une information privilégiée en-dehors des cas où la mise en œuvre des tâches inhérentes à l'emploi, à la profession, aux fonctions ou à la charge l'impose[550].

472. Le cas particulier des sondages de marché : Le sondage de marché constitue un cas particulier une circonstance susceptible de légitimer la communication de l'information privilégiée. Il est défini par l'article 11, paragraphe 1er du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[551] comme « *la communication d'informations, avant l'annonce d'une transaction, afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions tarifaires éventuelles, à un ou plusieurs investisseurs potentiels* ». Les personnes susceptibles de procéder à un sondage de marché sont les émetteurs et offreurs de titres secondaires, ainsi que les participants aux marchés de quotas d'émission de gaz à effet de serre, mais également toutes les personnes qui travaillent pour le compte de ces individus. En France, le sondage de marché peut être mis en œuvre préalablement à un placement de titres financiers sur le marché primaire, à une cession de titres sur le marché secondaire assimilable à des opérations de placement et à un rachat de titres sur

---

[548] Art. 622-1, al. 4, RG AMF par opposition à l'article 1er, paragraphe 4, c) de la directive n° 2014/57/UE et à l'article 2, paragraphe 2 du règlement (UE) n° 596/2014.

[549] Texte original : « *comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio* » (art. 184, al. 1er, *b*) et 187-*bis*, al. 1er, *b*), TUF).

[550] Melissa MIEDICO, « Gli abusi di mercato », *in* Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 87.

[551] 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.

le marché secondaire[552]. Le sondage de marché obéit à des règles strictes au respect desquelles est subordonnée la licéité de la communication de l'information privilégiées.

473. Les conditions d'exercice de l'activité de sondage de marché : Qu'il s'agisse d'un sondage effectué dans le cadre d'une première émission d'instruments financiers, d'une offre publique d'acquisition ou d'une fusion de sociétés, les informations transmises aux investisseurs potentiels doivent être pertinentes à leur choix de participer ou non à l'opération financière[553]. Tout au long du sondage, la personne qui en est chargée doit évaluer si des informations privilégiées doivent être divulguées et dans l'affirmative, élaborer un document écrit dans lequel elle explique les raisons de cette nécessité[554]. En France, il est exigé qu'elle en informe son responsable[555]. Chaque fois qu'il fournit une information privilégiée, le communicant rappelle au destinataire, qui doit nécessairement avoir consenti à la transmission des informations privilégiées, les obligations d'abstention qui pèsent sur lui, c'est-à-dire l'interdiction d'utiliser lesdites informations et de les divulguer à son tour[556]. La personne qui effectue le sondage de marché doit aussi tenir un registre dans lequel elle indique l'identité des investisseurs potentiels qui ont reçu l'information privilégiée, la date et l'heure auxquelles a eu lieu la transmission[557], et conserver ces documents pendant une durée de cinq ans[558]. Elle doit enfin aviser les individus sondés de la perte de son caractère confidentiel par l'information[559]. En cas de violation de cette procédure, dès lors que l'une des exigences posées par les autorités européennes n'est pas satisfaite, le communicant pourra se voir reprocher l'infraction de communication illicite d'informations privilégiées.

[552] Art. 216, I, al. 2, RG AMF.
[553] Art. 11, paragraphe 2 du règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014.
[554] Art. 11, paragraphe 3 du même règlement.
[555] Art. 216-1, al. 2, RG AMF.
[556] Art. 11, paragraphe 5.
[557] *Idem*. et art. 216-1, III, 1°, RG AMF.
[558] Art. 11, paragraphe 8 et art. 216-1, III, 2°, RG AMF.
[559] Art. 11, paragraphe 6.

474. Divulgation ou communication de l'information privilégiée ? : Les articles 4, paragraphe 2 de la directive[560] et 10, paragraphe 1er, alinéa 1er du règlement[561] du 16 avril 2014 emploient le verbe « divulguer », alors que les dispositions françaises et italiennes utilisent le verbe « communiquer », à l'image de ce que prévoyaient les normes communautaires du 13 novembre 1989[562] et du 28 janvier 2003[563]. Le changement de terminologie a-t-il une quelconque incidence sur le champ d'application des infractions ? « Communiquer » signifie « transmettre », « révéler » ou « divulguer », qui correspond au fait de « rendre public »[564], le moyen utilisé étant indifférent[565]. Même si les deux termes ne sont pas exactement synonymes parce que leurs sens ne coïncident pas parfaitement, la communication peut tout à fait être réalisée à une personne déterminée, ou à une masse indéterminée d'individus en fonction du moyen employé transmettre l'information, moyen qui reste indifférent pour l'établissement de l'existence de l'infraction.

475. La divulgation des recommandations ou incitations émises par un initié : Alors que les directives n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989[566] et n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[567] ne visaient que la communication de la seule information privilégiée, la divulgation réprimée par les articles 4, paragraphe 4 de la directive du 16 avril 2014 et 10, paragraphe 2 et du règlement du même jour peut également porter sur les recommandations qu'un tiers a pu obtenir d'un initié, ou sur l'incitation de ce même

---

[560] 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.

[561] 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.

[562] 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.

[563] 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.

[564] Dictionnaire en ligne Larousse, http://www.larousse.fr, consulté le 27 octobre 2015.

[565] Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 987-988.

[566] Art. 3, a) de la directive du 13 nov. 1989.

[567] Art. 3, a) 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.

initié, à condition que le communicant ait conscience que la recommandation et l'incitation ont été effectuées sur la base de l'information privilégiée que l'initié possédait. La solution n'est pas incohérente : il a été rappelé à plusieurs reprises que l'incrimination de la communication d'informations privilégiées était destinée à empêcher l'élargissement de la situation d'asymétrie informationnelle, et par là-même d'éviter que de nouvelles personnes tirent profit de l'information dont ils ont connaissance au détriment du reste des investisseurs. Dès lors que l'auteur de la communication s'est vu transmettre une recommandation, ou a été incité à agir sur les marchés sur la base d'une information privilégiée, et qu'il a lui-même conscience de la nature spécifique des renseignements qu'il détient, il doit s'abstenir de divulguer cette recommandation, afin là encore d'éviter l'extension de la situation d'avantage informationnel.

476. Le cas spécifique des journalistes : L'article 4, paragraphe 5 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 dispose que « *Le présent article s'applique conformément à la nécessité de protéger la liberté de la presse et la liberté d'expression* ». Le champ d'application exacte de cette disposition paraît difficile à cerner. Est-ce que la directive considère que l'information du public, notamment par les journalistes et analystes financiers, prime sur la volonté de l'émetteur de préserver la confidentialité, au moins pendant un temps, de l'information privilégiée ? Ou encore, ces professionnels peuvent-ils se substituer aux émetteurs dans la communication des informations adressées aux investisseurs ? À cette deuxième question, il nous semble nécessaire de répondre par la négative : la communication financière des sociétés repose principalement sur les dirigeants de cette dernière. Par conséquent, et en particulier si la non communication de l'information privilégiée est justifiée par des intérêts propres à ladite société, par exemple parce qu'un projet est en cours de négociation, ou par une finalité de protection des investisseurs à l'encontre d'une éventuelle information fausse ou trompeuse qui découlerait de sa diffusion trop anticipée, les journalistes et analystes devraient se conformer aux souhaits des émetteurs, en particulier si les conditions du différé de publication des informations privilégiées sont réunies.

La prise en compte des règles de la liberté des professions en matière boursière n'est pas inédite, étant donné que la directive de 2003 n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[568] prévoyait déjà pour la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, que lorsque cette communication avait été réalisée par un journaliste, il convenait de tenir compte des règles spécifiques à sa profession. Dès lors, il ne s'agit que d'une application particulière de la disposition selon laquelle la communication d'une information privilégiée doit intervenir « *dans le cadre de l'exercice normal de de l'emploi, de la profession ou des fonctions* »[569].

477. Le caractère formel de la communication d'informations privilégiées : L'infraction de communication d'informations privilégiées est qualifiée de formelle en ce sens, qu'il importe peu le tiers qui a reçu l'information l'utilise ou non pour agir sur les marchés[570]. En revanche, si le tiers utilise l'information pour acquérir ou céder des instruments financiers, ou s'il décide de profiter de la recommandation qu'un initié avait au préalable adressée au communicant, en ayant conscience qu'elle est fondée sur une information privilégiée, alors il pourra se voir imputer l'infraction d'utilisation d'informations privilégiées. Au contraire, s'il est de bonne foi, c'est-à-dire s'il n'a pas connaissance du caractère spécial des données qu'il possède, toute répression sera écartée dès lors qu'il ne pouvait être mis en mesure, en accomplissant des vérifications ordinaires, d'avoir connaissance du caractère privilégié de l'information qui lui a été communiquée.

478. Le rejet de la tentative de divulgation d'informations privilégiées : Ni la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[571], ni le règlement (UE) n° 596/2014[572]

[568]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.

[569] Cf. sur le régime spécifique de sanction des journalistes en cas d'abus de marché, §§ 219-221, pp. 357-362 des présents travaux.

[570] 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. 136.

[571] Art. 6, paragraphe 2 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 12 juin 2014, pp. 179-189.

[572] Art. 14, c) 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.

n'instaurent de tentative pour la communication illicite d'informations privilégiées. Alors que le droit français a fait le même choix d'écarter la répression de la tentative de communication illicite d'informations privilégiées, l'Italie a prévu un tel mécanisme pour le manquement administratif : l'article 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, dans son alinéa 6, dispose que « *Pour les manquements prévus par le présent article, la tentative est assimilée à la consommation* »[573]. Une telle prévision n'est pas aberrante : il paraît tout à fait envisageable de caractériser une tentative de communication d'informations privilégiées, si cette dernière intervient par le biais d'un support matériel, tel qu'un courrier papier, un CD-ROM, ou encore une clé USB, et que ledit support est intercepté par un tiers avant que son destinataire ait pu prendre connaissance de son contenu. En revanche, dans le cadre d'une communication orale, la tentative n'est *a priori* pas susceptible d'être caractérisée.

479. L'admissibilité de la complicité de divulgation d'informations privilégiées : Le règlement européen du 16 avril 1014 n'a institué aucun cas de complicité ou d'incitation à la communication d'une information privilégiée. En revanche, en ce qui concerne la directive, l'article 6, paragraphe 1er impose la sanction tant de la complicité que de l'incitation. Alors que la seconde paraît assez facilement envisageable, la première semble peut-être moins évidente. Cependant, il pourrait être considéré que l'intermédiaire qui communique à un tiers une information privilégiée pour le compte de l'initié, en ayant connaissance de la nature spécifique du renseignement qu'il transmet, pourrait se voir imputer une complicité de divulgation d'informations privilégiées. La même conclusion pourrait éventuellement être retenue lorsque l'intermédiaire fournit le support matériel contenant l'information privilégiée, là encore seulement dans le cas où il est conscient de ce contenu. Dans le cas contraire, sa bonne foi lui permettra d'échapper à toute répression.

[573] Texte original : « *Per le fattispecie previste dal presente articolo il tentativo è equiparato alla consumazione* » (art. 187-*bis*, al. 6, TUF).

C- La recommandation ou l'incitation d'un tiers à réaliser une transaction boursière sur la base de l'information privilégiée

480. La recommandation à un tiers de réaliser une opération sur la base d'une information privilégiée en droit européen : L'article 3, paragraphe 6 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[574] et l'article 18, paragraphe 2 du règlement (UE) n° 596/2014[575] du même jour définissent tous deux la recommandation à un tiers de procéder à une opération d'initié ou de l'incitation à réaliser une telle opération sur la base d'une information privilégiée. L'infraction est caractérisée lorsque le détenteur de l'information privilégiée « *a) recommande, sur la base de ces informations, qu'une autre personne acquière ou cède des instruments financiers auxquels ces informations se rapportent, ou incite cette personne à procéder à une telle acquisition ou à une telle cession ; ou b) recommande, sur la base de ces informations, qu'une autre personne annule ou modifie un ordre concernant un instrument financier auquel ces informations se rapportent, ou incite cette personne à procéder à une telle annulation ou à une telle modification* ». Autrement dit, la recommandation ou l'incitation porte sur les transactions boursières susceptibles de constituer des utilisations illicites d'informations privilégiées lorsqu'elles sont réalisées par l'initié lui-même. La recommandation consisterait en le conseil fourni à un tiers, alors que l'incitation semble indiquer que l'initié pousse le tiers à intervenir sur le marché. L'opération recommandée ou induite par le détenteur de l'information privilégiée concernerait *a priori* les seuls instruments financiers.

481. Une disparité d'application entre la recommandation et l'utilisation d'informations privilégiées ? : Au premier abord, la lecture des deux dispositions européennes paraissent imposer que les transactions qu'un initié recommande à un tiers portent sur les « instruments financiers » objet de l'information privilégiée détenue par l'initié, seuls actifs visés expressément par ces textes. Toutefois, ces derniers font

[574] 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.

[575] 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.

aussi explicitement référence aux « *opérations d'initiés* » : il s'agit aussi de l'expression utilisée dans leur rubrique et celles-ci se manifestent par l'utilisation d'informations privilégiées, au sens défini aux paragraphes 2 à 5 de l'article 3 de la directive et au paragraphe 1er de l'article 8 du règlement. Dès lors, l'acquisition ou la cession d'un instrument financier, la modification ou l'annulation d'un ordre ayant trait à un tel actif, ou encore l'ensemble des opérations relatives aux quotas d'émission de gaz à effet de serre devraient pouvoir constituer des transactions susceptibles d'être recommandées ou induites par l'initié.

Néanmoins, un doute subsiste du fait que l'article 3, paragraphe 6 de la directive n° 2014/57/UE et l'article 18, paragraphe 2 du règlement (UE) n° 596/2014 mentionnent expressément la recommandation d'acquérir ou de céder des instruments financiers, ou d'annuler ou de modifier un ordre relatif à ces actifs, alors qu'elles ne font absolument pas référence aux achats ou ventes de quotas d'émission de gaz à effet de serre, ni aux propositions, modifications ou retraits d'offres effectuées sur les plateformes de mise aux enchères. Par conséquent, l'initié qui recommande toutes ces opérations, ou qui incite un tiers à de telles opérations, ne pourrait pas se voir imputer le délit ou le manquement examiné.

Pourtant, l'analyse des dispositions contenues dans les deux textes européens conduit à opter pour une solution en sens contraire : les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits mis aux enchères sont négociés sur des plateformes agréées et assimilées à des marchés règlementés, ce qui aboutit également à unifier le régime de ces actifs avec celui des instruments financiers négociés sur les marchés règlementés. De ce fait, et selon une interprétation téléologique et systémique des dispositions relatives aux abus de marché, il conviendrait de conclure à la possibilité pour un initié de recommander à un tiers d'accomplir une opération qui porte sur un instrument financier ou sur un quota d'émission de gaz à effet de serre. Les dispositions du droit national français confirmeront également cette interprétation.

482. La recommandation à un tiers de réaliser une opération sur la base d'une information privilégiée en droit français : L'article 622-1, al. 2, 2° règlement général de l'Autorité des marchés financiers prévoit une obligation d'abstention à l'égard des initiés qui ne peuvent, avant la diffusion de l'information privilégiée au public, « *recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder*

par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers ou les produits de base auxquels se rapporte cette information, au moyen de contrats commerciaux ou d'instruments financiers auxquels ces instruments ou ces contrats commerciaux sont liés ». Ce manquement concerne également les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers échangés sur les plateformes de mise aux enchères[576], ce qui conforte la possibilité, en droit européen, de sanctionner un initié qui recommande à un tiers d'accomplir une opération sur les plateformes concernées, bien qu'une telle possibilité ne soit pas expressément mentionnée[577]. Il n'y a aucune référence dans la disposition règlementaire française ni à l'incitation, ni à la suggestion ; dès lors, le domaine d'application du manquement est plus restreint que celui délimité par les autorités européennes et le législateur italien, à moins que le verbe « recommander » soit entendu très largement.

Enfin, l'article L. 465-1, alinéas 1er et 3 du Code monétaire et financier n'évoque absolument pas la recommandation ; en revanche, il incrimine le fait « *de permettre de réaliser* […] *une ou plusieurs opérations* ». Or, l'un des moyens pour une personne d'en conduire une autre à intervenir sur le marché sur la base d'une information privilégiée, sans la lui communiquer[578], implique de lui conseiller cette intervention, de la lui suggérer ou de l'induire à accomplir des transactions boursières. De ce fait, il est possible de considérer que le délit en examen et le manquement correspondant ont un champ d'application aussi étendu. L'avantage du terme « permettre », s'il est imprécis de par son caractère générique, réside dans la possibilité d'englober la recommandation stricte, la suggestion et l'incitation[579] qui sont par conséquent toutes trois susceptibles

---

[576] Art. 742-3, al. 2, 2°, RG AMF.

[577] Cf. *supra* § 481 pp. 181-182.

[578] La communication de l'information privilégiée est réprimée de façon autonome dans le deuxième alinéa de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier.

V. également en ce sens Alessia MONTONESE, « La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate », http://www.dircomm.it, sept. 2005, IV.9.

Contra : Didier MARTIN, Éric DEZEUZE et Florian BOUAZIZ considèrent que la transmission d'une information privilégiée par un initié à un tiers peut relever à la fois de l'alinéa 1er et de l'alinéa 2 de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier en fonction de la finalité poursuivie par celui-là. Selon ces auteurs, si la transmission de l'information est faite dans le but de permettre au tiers de réaliser une transaction boursière, l'alinéa 1er s'appliquerait. En l'absence d'un tel objectif, c'est l'alinéa 2 consacré à la communication illicite de l'information privilégiée qui devrait servir de fondement à la condamnation : *in Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 105.

[579] *Contra* : Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *op. cit.*, p. 105.

de donner lieu à l'application de sanctions pénales. Pour finir, il convient de préciser qu'il importe que l'initié connaisse l'identité du tiers auquel il adresse sa recommandation, ou les modalités de l'opération qu'il compte éventuellement réaliser[580].

483. La recommandation à un tiers de réaliser une opération sur la base d'une information privilégiée en droit italien : Par ailleurs, les articles 184, alinéa 1er, *c*) et 187-*bis*, même alinéa, même lettre du texte unique en matière d'intermédiation financière, sanctionnent celui qui « *recommande à autrui ou l'induit, sur la base [d'informations privilégiées], à accomplir l'une des opérations indiquées à la lettre a)* »[581]. Dès lors, le doute relatif à l'éventuelle asymétrie entre le domaine d'application de l'utilisation d'informations privilégiées et celui de la recommandation ne se pose pas car la disposition concernant le second délit renvoie directement à celle qui regarde la première infraction.

A l'image de l'infraction européenne, le délit italien présente une forme duale comprenant la recommandation pure et le fait d'induire un tiers. Pour autant, il n'est pas certain que les comportements coïncident parfaitement. Il a été expliqué que l'incitation correspondait au fait pour l'initié de pousser le tiers à agir, alors que la disposition italienne paraît davantage incriminer le fait de suggérer[582]. L'intensité de la « pression » exercée par l'initié semble donc être moins importante en droit italien qu'en droit européen, ce qui engendre un élargissement de la répression qui sera également constatée vis-à-vis du manquement et du délit français.

---

[580] V. pour exemple : Cass. crim. 26 oct. 1995, n° 94-83780, *Bull. crim.* 1995, n° 324, p. 908. Dans cet arrêt, la chambre criminelle de la Cour de cassation a expliqué que « le délit d'initié est caractérisé, à l'égard de toute personne qui, disposant, à l'occasion de l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, permet sciemment à des tiers de réaliser des opérations sur le marché avant que le public ait connaissance de ces informations, sans qu'il soit nécessaire qu'elle connaisse l'identité des opérateurs, ni les modalités des opérations réalisées ».

[581] Texte original : « *raccomanda o induce altri, sulla base [delle informazioni privilegiate], al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)* » (art. 184, al. 1er, *c*) et 187-bis, al. 1er, *c*), TUF).

[582] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2a ed., 2013, p. 49.

484. L'indifférence du comportement ultérieur du tiers pour caractériser la recommandation ou l'incitation : Il est totalement indifférent que le tiers qui reçoit la recommandation ou qui se voit inciter à commettre l'opération boursière ait connaissance de l'identité de l'initié ou du contenu de l'information privilégiée[583]. De plus, il importe peu qu'il se conforme à la recommandation dont il a été destinataire ou qu'il réponde à l'incitation du détenteur des renseignements confidentiels[584]. De ce fait, la recommandation ou l'incitation peut s'entendre d'une infraction formelle.

Par ailleurs, même si le tiers décide finalement d'intervenir sur le marché, aucune infraction ne pourra lui être imputée s'il ignorait l'information privilégiée. En revanche, s'il avait connaissance de cette dernière, il pourra être sanctionné en tant qu'initié tertiaire sur le fondement de l'utilisation de l'information privilégiée[585], sauf en Italie où seul le manquement est applicable à cette catégorie d'individus[586].

Après avoir examiné les conduites matérielles susceptibles de caractériser les abus d'informations privilégiées, il convient d'étudier la psychologie de leurs auteurs.

Paragraphe 2. L'imprécision de l'élément moral des abus d'informations privilégiées

485. Les difficultés liées à la définition de l'élément moral des abus d'informations privilégiées : Du fait de l'existence de trois conduites matérielles différentes, la psychologie des auteurs d'abus d'informations privilégiées devra également être déclinée sous trois aspects. Il convient donc de distinguer l'hypothèse d'utilisation de l'information privilégiée caractérisée par l'existence de nombreuses présomptions acceptées ou controversées (A), de celle de la communication indue dont l'élément moral paraît ambivalent (B) et de celle de la recommandation ou de l'incitation qui ne semble pouvoir laisser place à la négligence ou à l'imprudence (C). Par ailleurs, il est nécessaire de distinguer pour chacun de ces comportements la solution retenue pour le versant pénal et celle qui prévaut pour l'Autorité des marchés financiers et la Consob.

---

583 *Ibid*.

584 Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 105 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, p. 49.

585 Art. 3, paragraphe 7 de la directive n° 2014/57/UE et art. 8, paragraphe 2, du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014.

586 Art. 184 et 187-*bis*, al. 4, TUF.

A- La multiplicité des présomptions en matière d'utilisation d'informations privilégiées

486. La reconnaissance unanime de la présomption de connaissance du caractère privilégié de l'information par les initiés primaires : En vertu de la classification des initiés établie par la doctrine française, le cercle des initiés primaires comprend les dirigeants pour le versant pénal du délit, ainsi que les actionnaires si l'on se réfère aux groupes d'initiés susceptibles de commettre le manquement administratif. Les italiens y ajoutent ceux qui obtiennent une information privilégiée en raison de l'exercice de leur emploi, de leur profession, de leur fonction ou de leur charge et ceux qui obtiennent une telle information en raison de leurs activités criminelles. Dans les deux pays, à l'égard des initiés primaires, il est communément admis que les auteurs potentiels de l'infraction d'utilisation illicite d'informations privilégiées sont présumés être conscients du caractère privilégié de l'information qu'il possède[587]. A l'image de ce qui est établi pour la connaissance de l'information privilégiée par les initiés primaires, la présomption peut être renversée[588].

487. Une présomption parfaitement concevable : Une telle solution apparaît largement acceptable, notamment en ce qui concerne les dirigeants. Si ces derniers n'ont pas nécessairement connaissance de toutes les informations qui concernent leur société[589], ils ne peuvent ignorer que l'information qu'ils possèdent est confidentielle et de nature à provoquer une variation des cours en cas de diffusion au public. Bien qu'ils ne soient pas obligatoirement en charge de la communication financière au sein de leur entreprise, il leur appartient malgré tout de vérifier auprès des personnes qui exercent une telle fonction si les renseignements dont ils disposent ont été portés à la connaissance du public[590].

---

[587] CA Paris, 27 mai 1977, *JCP G* 1978, jurisp., II, n° 18789, note André TUNC ; T. Corr. Paris, 28 janv. 1985, *Gaz. Pal.* 1985, n° 1, p. 287, Claude DUCOULOUX-FAVARD, cités par Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 453.

[588] Renaud SALOMON, « Conformité de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier aux principes de légalité criminelle et de la présomption d'innocence ».

[589] V. *supra* le § 445 consacré à la présomption de connaissance de l'information privilégiée, pp. 146-148 des présents travaux.

[590] Art. 18, al. 2 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

Il est possible de considérer qu'il en est de même pour ceux qui ont accès à des informations privilégiées à l'occasion de leurs fonctions ou de leur profession, considérés eux-aussi comme des initiés primaires en Italie. En effet, les règles relatives à l'information financière prévoient que la communication de tels renseignements en cas de nécessité au cours des activités professionnelles suppose que leurs destinataires soient informés de la nature des données qu'ils reçoivent, de l'obligation d'abstention qui pèse sur eux et des sanctions encourues en cas de violation de cette obligation.
Une solution similaire s'appliquera certainement pour les actionnaires qui obtiendront certains renseignements au cours des assemblées générales, même si le contrôle sur la diffusion de l'information par les dirigeants de la société apparaît beaucoup moins aisé. En cas de divulgation d'une information aux participants au capital de l'émetteur, il serait plus prudent pour l'émetteur de se conformer à l'article 17, 8. du règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014[591], qui dispose que « *Lorsqu'un émetteur ou un participant au marché des quotas d'émission, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de ceux-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions, tels que visés à l'article 10, paragraphe 1, ils sont tenus de rendre cette information intégralement et effectivement publique, simultanément en cas de communication intentionnelle, et rapidement en cas de communication non intentionnelle* ». En France, la présomption semble n'être appliquée qu'aux dirigeants et il ne semble pas opportun de l'étendre aux initiés secondaires, même s'ils ont dans la majorité des cas conscients de la spécificité de l'information détenue. Les dirigeants paraissent des destinataires plus « naturels » pour cette présomption, puisque ce sont eux qui décident et font appliquer la politique de gestion de l'entreprise.

488. L'admission cohérente de l'existence d'un élément intentionnel pour le délit d'utilisation d'informations privilégiées : Les abus d'informations privilégiées réprimées à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, quelle que soit leur forme matérielle, sont punis d'emprisonnement ce qui caractérise leur nature délictuelle. Or,

---

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).

[591] Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 201(4 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.

l'article 121-3 du Code pénal français dispose qu'« *Il n'y a point de crime ou de délit sans intention de le commettre* ». Il n'y a donc aucun doute sur l'existence d'un élément moral pour les délits français, et plus précisément sur la forme de cet élément moral qui réside dans une intention[592]. De son côté, l'article 42, alinéa 2 du Code pénal italien précise 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 prévus par la loi* »[593]. Ainsi, en l'absence de précision contraire au sein de l'article 184 du texte unique en matière d'intermédiation financière, consacré aux abus d'informations privilégiées dans leur versant pénal, il est également possible d'affirmer que lesdits délits induisent bien l'existence d'un élément moral constitutif d'un dol[594]. L'existence de cet élément moral est confirmée par les récentes évolutions apportées par la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[595], dont l'article 3, 1. prévoit que « *Les États membres prennent les mesures nécessaires pour faire en sorte qu'une opération d'initié, le fait de recommander à une autre personne ou de l'inciter à effectuer une opération d'initié comme indiqué aux paragraphes 2 à 8 constituent des infractions pénales, au moins dans les cas graves et* ***lorsque ces actes sont commis intentionnellement*** »[596]. La lecture de cette disposition montre que les autorités européennes estiment qu'il y a des hypothèses dans lesquelles les utilisations d'informations privilégiées sont intentionnelles, ce qui implique que dans d'autres cas elles ne le soient pas, mais ce qui suppose surtout que dans leur versant pénal, ces infractions ne peuvent être établies que si un élément moral est caractérisé.

489. La portée de l'élément intentionnel des délits d'utilisation d'informations privilégiées : En vertu de l'article 43, alinéa 1er du Code pénal italien, « *Le délit est*

---

[592] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 106 ; Marie-Christine SORDINO, *Droit pénal des affaires*, éd. Bréal, Coll. « Lexifac droit », 2010, p. 150.

[593] 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.).

[594] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 404-405 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 250.

[595] 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.

[596] Mis en gras par nous.

caractérisé par le dol, ou intentionnel, quand l'évènement de lésion ou de mise en danger [du bien juridique protégé], *résultat de l'action ou de l'omission et 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* »[597]. Le Code pénal français ne définit pas l'intention : en revanche cette notion a largement été précisée par la doctrine. Par exemple, Roger MERLE et André VITU précisent qu'elle comprend « *la volonté de commettre le délit tel qu'il est déterminé par la loi* » et « *la conscience d'enfreindre les prohibitions légales* »[598], deux éléments déjà mis en lumière par Emile GARÇON[599]. Ainsi, les deux définitions coïncident puisque ces auteurs, à l'image de ce qui est prévu dans les dispositions légales italiennes, exigent que l'image du délit que s'en font les auteurs corresponde exactement au comportement prohibé par les législateurs, qu'il s'agisse de la conduite matérielle incriminée ou du résultat qu'elle engendre[600].

Ainsi, appliquée au délit d'utilisation d'informations privilégiées, l'intention de l'auteur réside dans la conscience et la volonté d'utiliser une information dont il a connaissance du caractère privilégié, alors qu'il sait qu'il devrait s'abstenir d'agir sur le marché tant que l'information n'a pas été portée à la connaissance du public. Ainsi, il ne suffit pas seulement de vouloir utiliser l'information privilégiée pour prendre la décision d'acquérir ou de céder des instruments financiers ; il faut également que l'initié sache que l'information qu'il détient est privilégiée[601]. En revanche, la recherche d'un profit n'est pas requise[602]. Toutefois, c'est bien l'information privilégiée qui doit avoir décidé

---

[597] 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.).

[598] 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. 657.

[599] 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.

[600] Roger MERLE, André VITU, *op. cit.*, p. 660.

Cette conception est également partagée par la doctrine italienne. V. pour exemple : Giuseppe BETTIOL, *Diritto penale. Parte generale*, Padova, Cedam, 6a ed., 1966, pp. 380 ss.

[601] Cass. sez. V, 20 genn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588, Pres. Calabrese, Rel. Sandrelli, P.M. Izzo (parz. diff.), *Banca P. spa e altri*; *Riv. trim. dir. pen. ec.*, ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", p. 979-989, spéc. pp. 983-984.

[602] Frédéric STASIAK, *Droit pénal des affaires*, L.G.D.J. (lextenso éditions), 2009, spéc. p. 292 ; Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *op. cit.*, p. 106.

De même, les auteurs italiens partagent cette vision « ***L'intention spéculative qui, en tant que telle, est présente dans toute opération de bourse, n'a aucune importance*** » : ; texte original : « ***Non assume alcuna rilevanza l'intento speculativo che, come tale, è presente in qualunque operazione di borsa*** », *in* Filippo

l'opérateur à agir[603], ce qui ne paraît pas acquis pour le manquement administratif d'utilisation d'informations privilégiées.

490. Le cas particulier de la forme contraventionnelle italienne de l'utilisation d'informations privilégiées : La nature contraventionnelle de l'infraction se déduit des peines encourues lors que l'opération boursière réalisée sur le fondement de l'information privilégiée concerne les instruments financiers à l'article 180, alinéa 1er, a), 2) du texte unique en matière d'intermédiation financière, c'est-à-dire ceux qui sont échangés sur des systèmes multilatéraux de négociation, ou pour lesquels une demande en ce sens a été présentée à la Consob ou acceptée par elle. Les transactions qui portent sur ces actifs sont susceptibles de donner lieu à une amende contraventionnelle pouvant atteindre 103 291 euros et une peine d'arrestation d'une durée qui n'est pas supérieure à trois ans.

Concernant l'élément intellectuel, l'article 42, alinéa 4 du Code pénal italien 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 d'imprudence ou de négligence* »[604]. Dès lors, la nature de l'élément moral importe peu ; en revanche, son existence doit être caractérisée. Toutefois, il apparaît difficilement concevable qu'une transaction boursière effectuée sur la base d'une information privilégiée le soit par imprudence ou de négligence[605].

SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2a ed., 2013, p. 50.

603 Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635 : « Attendu que si les dispositions de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, comme celles de la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989 avec lesquelles elles sont compatibles, interdisent aux personnes qui disposent, en raison de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, de réaliser des opérations sur le marché avant que le public en ait eu connaissance, **c'est à la condition que lesdites informations soient précises, confidentielles, de nature à influer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées** ; [...] ».

604 Texte original : « *Nelle contravvenzioni ciascuno risponde della propria azione od omissione cosciente e volontaria sia essa dolosa o colposa* » (art. 42, al. 4, C. pén. it.).

605 Cf. *infra* les développements sur l'élément moral du manquement d'utilisation illicite d'informations privilégiées ; §§ 492 s., pp. 191 ss.

491. L'institution légale d'un élément moral pour le manquement administratif italien d'utilisation d'informations privilégiées : En ce qui concerne l'article 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, qui consacre les abus d'information privilégiée dans leur version administrative, aucun auteur ne doute de l'existence d'un élément moral, et pour cause, puisque le législateur lui-même a précisé que les manquements administratifs n'étaient pas dépourvus d'une telle composante. L'article 3 de la loi n° 689/1981 sur la dépénalisation[606], relatif à l'élément subjectif des manquements administratifs, précise que « *Pour les violations auxquelles est applicable une sanction administrative chacun est responsable de sa propre action ou omission, consciente et volontaire, qu'elle soit intentionnelle ou non* »[607]. Ainsi, le législateur italien reconnaît expressément l'existence d'un élément moral dans les manquements administratifs[608]. Pour la doctrine italienne, ce dernier réside dans une intention, car il semble impossible de caractériser la réalisation d'une opération boursière par imprudence ou négligence[609]. Une telle position est parfaitement acceptable, puisqu'il apparaît difficile d'envisager qu'une personne passe des ordres boursiers par erreur, c'est-à-dire sans avoir eu l'intention d'acquérir ou de céder les titres objets de l'opération. Confirme également cette solution l'article 9, alinéa 2 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[610] qui explique qu'« *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession* », dès lors que cette personne agit dans le cadre des hypothèses énumérées dans cet article. Une telle disposition induit nécessairement l'intention d'accomplir l'opération boursière litigieuse, qu'elle soit motivée par la

---

606 Legge del 24 nov. 1981, n. 689 detta « legge di depenalizzazione », *G.U.* n. 329 del 30 nov. 1981.

607 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 novembre 1981).

608 Massimiliano DOVA, « 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. 257.

609 Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 50 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3ndª ed., 2012, p. 250.

610 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.

détention de l'information privilégiée ou par toute autre raison. Ce texte devrait mettre fin aux incertitudes évoquées par la doctrine française.

492. L'existence controversée d'un élément moral pour le manquement administratif « européen » d'utilisation d'informations privilégiées : Pour de nombreux auteurs français, les manquements administratifs constitueraient de simples violations objectives de la réglementation applicable, qui n'impliquerait en rien la psychologie de l'auteur. L'Autorité des marchés financiers s'est également prononcée en ce sens[611]. Cette position semble également confortée par les décisions rendues par la Cour de justice de l'Union européenne. Cette dernière paraît considérer, depuis une décision du 23 décembre 2009[612], que les manquements administratifs d'utilisation d'informations privilégiées doivent être appréciés objectivement, c'est-à-dire sans tenir compte de l'intention de l'auteur. Cette affaire concernait une question préjudicielle posée par les autorités belges qui voulaient savoir si l'élément intellectuel des manquements boursiers, tels qu'ils sont définis dans la directive abus de marché n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[613], était un élément intentionnel ou non. En premier lieu, la Cour a affirmé que « L'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 ne définit pas l'opération interdite comme devant être effectuée 'en connaissance de cause' mais se borne à interdire aux initiés primaires d'utiliser une information privilégiée lorsqu'ils effectuent une opération de marché. Cet article définit les éléments constitutifs de l'opération prohibée en se référant expressément à deux types d'éléments, à savoir, d'une part, les personnes susceptibles de relever de son champ d'application et, d'autre part, les agissements matériels constitutifs de cette opération »[614]. Elle a ensuite ajouté qu'« En revanche, cette disposition ne prévoit pas expressément de conditions subjectives relatives à l'intention ayant inspiré ces

---

611 Déc. AMF, 26 juin 2008, *Belay* ; *Bull. Joly Bourse*, 1er déc. 2008, n° 6, p. 463, note Eric DEZEUZE : « l'obligation d'abstention pesant sur le détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu ; que, par suite, le manquement tiré de l'utilisation d'une telle information est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son utilisation, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances ».

612 C.J.U.E., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group et Van Raemdonck c. CBFA* ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, pp. 156-157, obs. Frédéric STASIAK ; *D.* 14 janv. 2010, n° 2, p. 85, obs. Alain LIENHARD.

613 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.

614 § 31 de l'arrêt du 23 déc. 2009.

agissements matériels. Ainsi, l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 ne précise pas si l'initié primaire doit avoir été mû par une intention spéculative, doit avoir poursuivi un dessein frauduleux ou doit avoir agi de propos délibéré ou par négligence. Cet article n'indique pas expressément qu'il est nécessaire d'établir que l'information privilégiée a déterminé la décision d'effectuer l'opération de marché en cause, pas plus qu'il ne prévoit expressément que l'initié primaire devait avoir conscience du caractère privilégié de l'information en sa possession »[615]. A la lecture de ces extraits de la décision, toute dimension psychologique apparaissait exclue des éléments composant le manquement administratif d'abus d'informations privilégiées. Cependant, la Cour de justice s'est contredite dans les paragraphes suivants de l'arrêt en affirmant que « Le fait que l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 ne prévoit pas expressément d'élément moral s'explique, en premier lieu, par la nature particulière de l'opération d'initié, qui permet de présumer cet élément moral à partir de la réunion des éléments constitutifs mentionnés dans cette disposition »[616]. Autrement dit, selon les juges de Luxembourg, l'élément moral de l'abus d'information privilégiée dans sa version administrative existe bien, mais il n'était pas nécessaire de l'inscrire dans la définition du manquement, puisqu'il se déduit des termes mêmes de cette définition ; la conduite matérielle prohibée induirait nécessairement cet élément. Les mêmes juges ont achevé leur raisonnement en indiquant que « La réunion des éléments constitutifs de l'opération d'initié visés à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 permet donc de présumer l'intention de l'auteur de cette opération »[617] et que « l'exécution d'une opération de marché résulte nécessairement d'une chaîne de décisions s'inscrivant dans **un contexte complexe permettant d'exclure, en principe, que son auteur ait pu agir sans avoir conscience de ses agissements** »[618]. Ainsi, la Cour a confirmé l'existence de l'élément intellectuel du manquement, mais celui-ci se manifesterait au travers de la conduite matérielle de ce dernier.

[615] § 32 de l'arrêt du 23 déc. 2009.
[616] § 36 du même arrêt.
[617] §38 de l'arrêt.
[618] Mis en gras par nous. § 36 de l'arrêt.

493. Une solution partagée par les juridictions françaises : Cette position n'est pas isolée, puisque la Cour de cassation[619] et le Conseil d'Etat français semblent avoir adopté la même position. Selon la Haute juridiction de l'ordre administratif, « il résulte du renvoi, par les dispositions contestées de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, à celles de l'article L. 621-14 du même code que le pouvoir de sanction de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers ne vise que des manquements dont l'élément moral se déduit des termes mêmes de leur définition »[620]. Certains auteurs confirment qu'habituellement, les manquements administratifs constituent des faits matériels excluant tout élément subjectif, mais qu'en matière boursière, il existerait un élément intellectuel « à l'état embryonnaire »[621]. Les récentes évolutions en matière de législation européenne remettent en cause la nature objective du manquement administratif d'utilisation de l'information privilégiée et confirment l'existence de cet élément moral, en prévoyant que la détention de l'information privilégiée n'implique pas automatiquement que son auteur ait agi sur la base de ce renseignement[622]. L'article 9, 2. du règlement (UE) n° 596/2014 est ainsi formulé : « *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession* ». Cette disposition, contenue dans le règlement relatif aux sanctions administratives applicables aux abus de marché, semble non seulement confirmer l'existence d'un élément moral, mais aussi et surtout imposer la prise en compte des raisons qui motivent la réalisation de l'opération boursière, ce qui correspondrait à la notion de « mobile » en droit pénal. Or, si une personne agit pour des motifs déterminés, c'est bien qu'elle adopte intentionnellement une certaine conduite (parce qu'elle est poussée par des raisons profondes qui l'incitent à opérer d'une manière spécifique).

---

[619] Cass. ass. plén., 8 juil. 2010, n° 10-10965.

[620] CE, 16 juil. 2010, n° 321056.

[621] Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 498.

[622] Art. 9, alinéa 2 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).

494. Une prise en compte des mobiles de l'opération litigieuse ? : À plusieurs reprises, la jurisprudence tant française qu'européenne semblait écarter l'infraction d'utilisation d'informations privilégiées, tant administrative[623] que pénale[624], dès lors que l'opération litigieuse n'était pas motivée par la détention de l'information privilégiée une autre raison. Du point de vue pénal, cela consiste à prendre en compte les mobiles de l'opérateur, c'est-à-dire les raisons de son action. Or, en principe, en droit pénal, ces derniers n'exercent aucune influence sur la mise en œuvre de la responsabilité pénale de l'auteur du comportement illicite. Il s'agit donc d'une solution pour le moins surprenante qui s'avère toutefois conforme à l'esprit des incriminations d'abus d'informations privilégiées par utilisation de telles informations, dès lors que ces dernières tendent à protéger les investisseurs d'individus qui utiliseraient leur situation d'avantage informationnel pour opérer sur le marché, réduisant ainsi l'aléa inhérent à toute opération boursière. Il n'y a en effet aucune atteinte à l'équité dans les conditions de transaction et dans l'accès à l'information financière, si le détenteur d'un renseignement confidentiel agit, non pas sur la base des données qu'il détient, mais parce qu'il y est contraint pour des raisons diverses. Une hypothèse pouvant correspondre à cet état de fait avait d'ailleurs été expressément prévue par les autorités européennes à l'article 2, 3. de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[625] qui prévoyait que « *Le présent article ne s'applique pas aux opérations effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée* ». Aujourd'hui, ce cas spécifique a été enrichi de plusieurs autres exceptions, toutes mentionnées à l'article 9, 2. du règlement (UE) n° 596/2014[626] confirmant ainsi la nécessité que la détention de l'information privilégiée ait été déterminante dans l'accomplissement de l'opération boursière.

---

[623] Cass. com., 9 avr. 1996, n° 94-11323, *Bull. civ. IV* 1996, n° 115, p. 96 ; *JCP E* 19 sept. 1996, II, n° 38, chron. dr. des sociétés, étude 589, Alain VIANDIER et Jean-Jacques CAUSSAIN ; *Bull. Joly Bourse* 1996, p. 305, note Frédéric PELTIER.

[624] Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* 1995, n° 233, p. 635 ; *Rev. soc.* 16 oct. 1995, n° 3, p. 562, note Bernard BOULOC.

[625] 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.

[626] Règlement 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. 1-171.

495. L'exigence certaine et commune au délit et au manquement d'utilisation d'informations privilégiées de la détermination de l'opération boursière par la détention de l'information privilégiée : L'information privilégiée doit être déterminante du comportement de l'auteur du délit ou du manquement, c'est-à-dire qu'elle doit avoir été l'un des fondements de la décision d'investissement. Le principe a été posé en France dans un arrêt de juin 1995 dans lequel la chambre criminelle de la Cour de cassation a décidé que « si les dispositions de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, comme celles de la directive n° 89/592/CEE du 13 novembre 1989 avec lesquelles elles sont compatibles, interdisent aux personnes qui disposent, en raison de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, de réaliser des opérations sur le marché avant que le public en ait eu connaissance, c'est à la condition que lesdites informations soient précises, confidentielles, de nature à influer sur le cours de la valeur et **déterminantes des opérations réalisées** »[627]. La chambre commerciale de la même juridiction a confirmé cette solution quelques années plus tard[628]. La doctrine italienne partage cette position : Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI et Andrea Francesco TRIPODI évoquent sur ce point « la relation qui subsiste entre l'information privilégiée que l'on possède et la réalisation de l'opération sur les instruments financiers »[629].

La solution adoptée la Cour de justice de l'Union européenne dans son arrêt du 23 décembre 2009[630] n'était pas aussi claire, puisqu'elle avait considéré, de façon plus ou moins confuse que même si l'article 2, 1. de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, consacré à l'utilisation illicite d'informations privilégiées par la réalisation de transactions boursières « n'indique pas expressément qu'il est nécessaire d'établir

---

[627] Mis en gras par nous. Cass. crim., 26 juin 1995, n° 83-81646, *Bull. crim.* n° 233 précité. V. également Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82453, *Soros* ; *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 ; *Dr. sociétés* 2006, comm. 132, obs. Renaud SALOMON ; *AJ pén.* 2006, p. 364, obs. Guillaume ROYER ; *Rev. sociétés* 2007, p. 125, obs. Bernard BOULOC ; *Banque et droit* sept.-oct. 2006, p. 60 ; *RTD fin.* 2006, n° 2, p. 124, obs. Nicolas RONTCHEVSKY ; *JCP E* 2007, comm. 1146, Guillaume ROYER ; *RTD com.* 2007, p. 251.

[628] Cass. com., 5 oct. 2000, n° 97-17090, *Bull. civ.* IV, n° 157 : « l'exploitation prohibée suppose l'existence d'un lien de causalité entre l'information privilégiée et l'intervention sur le marché ».

[629] Texte original : « ***la relazione sussistente tra la notizia privilegiata di cui si è in possesso e il compimento dell'operazione su strumenti finanziari***», *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, pp. 42-44.

[630] C.J.U.E., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV*, spéc. § 48 ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, pp. 156-157, obs. Frédéric STASIAK ; *D.* 14 janv. 2010, n° 2, p. 85, obs. Alain LIENHARD.

que l'information privilégiée a déterminé la décision d'effectuer l'opération de marché en cause »[631], « lorsqu'une telle opération de marché est effectuée alors que l'auteur de cette dernière est en possession d'une information privilégiée, cette information doit, en principe, être réputée avoir été intégrée au processus décisionnel de celui-ci »[632]. Dès lors, en posant cette présomption d'utilisation de l'information privilégiée, elle sous-entendait que cette dernière devait avoir déterminé son possesseur à agir sur le marché boursier. Aujourd'hui, ce sont les dispositions européennes qui imposent expressément que l'information ait incité son détenteur à acquérir ou à céder des titres financiers, ou qu'elle l'ait conforté dans sa décision[633].

496. La consécration de la solution par les autorités européennes : L'article 3, alinéa 8 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 dispose qu'« *Aux fins du présent article, il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne détient ou a détenu des informations privilégiées signifie que cette personne a utilisé ces informations et a donc effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession, si son comportement peut être considéré comme légitime au sens de l'article 9 du règlement (UE) n° 596/2014* ». Autrement dit, ce n'est pas parce qu'une personne détient une information privilégiée, qu'elle agit nécessairement sur la base de cette information et lorsque ce n'est pas le cas, la qualification d'opération d'initié doit être repoussée ; cela suppose donc bien que les données confidentielles doivent avoir incité leur détenteur à agir sur le marché. Toutefois, les juges pénaux ou les autorités administratives doivent vérifier si concrètement l'information privilégiée n'a pas conduit l'individu à procéder aux transactions boursières litigieuses.

497. Les éléments pris en compte par les autorités pour caractériser l'utilisation illicite d'informations privilégiées : Si l'auteur nie avoir utilisé l'information parce qu'il la savait privilégiée, les autorités judiciaires ou administratives pourront se fonder

---

631 § 32 de l'arrêt.

632 § 36 de l'arrêt.

633 Par exemple, Didier MARTIN, Éric DEZEUZE et Florian BOUAZIZ considèrent que « si la preuve de l'« exploitation » nécessitait de démontrer que la détention de l'information privilégiée avait été déterminante de la décision de l'initié […], la démonstration de l'« utilisation » exigerait seulement d'établir la simple prise en compte de l'information, sans que celle-ci ait nécessairement été la condition sine qua non de l'opération », *in Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 129.

sur un faisceau d'indices, sur la base de critères tels que « les circonstances temporelles et les modalités de l'action boursière en relation avec le moment de l'acquisition de la nouvelle, en prenant aussi en compte les caractéristiques des opérations précédentes éventuellement commises par le même sujet »[634]. Le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières a d'ailleurs fourni une liste d'éléments qui indiquent potentiellement une utilisation illicite d'informations privilégiées[635]. Parmi ces éléments, certains sont liés à la quantité de transactions effectuées comme par exemple, la concentration d'opérations au cours d'une brève période sur un même instrument financier ou par un même client, la réalisation de transactions répétées sur un titre identique séparée par de petits intervalles ; d'autres font référence au comportement inhabituel de l'opérateur qui par exemple ouvre un compte-titres pour investir en grande quantité sur un seul instrument financier ou qui revend très rapidement tous les titres qu'il possède pour acquérir immédiatement après un autre type de titres grâce aux liquidités obtenues. Enfin, le fait qu'un dirigeant opère massivement sur les actions émises par sa société avant l'annonce d'une information capitale constitue également un indice d'opération d'initié. Toutefois, en l'absence d'éléments univoques qui caractérisent la détention et l'utilisation de l'information privilégiée, les magistrats et l'Autorité des marchés financiers ont recours à la technique du faisceau d'indices. L'autorité française estime qu'« à défaut de preuve tangible la détention et l'utilisation de l'information privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices desquels il résulte que seule cette détention peut expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé »[636]. Les indices

---

634 Texte original : « *i tempi e i modi dell'azione borsistica in relazione al momento di acquisizione della notizia, considerando altresì le caratteristiche possedute da precedenti operazioni eventualmente compiute dallo stesso soggetto* », *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 44.

635 CESR – Market Abuse Directive – Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, réf. Cesr/04-505b, décembre 2004 ; critères repris par la Consob italienne dans sa Comunicazione n. DME/5078692 della Consob del 29 nov. 2005, « esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (CESR) nel documento Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive - Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette ».

636 Déc. AMF, 25 juin 2009, *MM. A et B* ; *Bull. Joly Bourse*, 15 déc. 2009, n° 6, p. 458, note Dominique BOMPOINT.

évoqués doivent être « *concordants et non équivoques* », c'est-à-dire qu'ils doivent tendent à la démonstration d'une utilisation illicite d'informations privilégiées[637].

498. Une solution conforme à la valeur sociale protégée par le délit d'utilisation d'informations privilégiées : Cette position jurisprudentielle est originale et semble contestable au premier abord puisqu'elle tient compte des mobiles du délinquant, alors qu'en principe, ceux-ci n'ont aucune incidence sur la qualification pénale des faits. Cependant, cette est règle propre à la matière pénale est écartée pour les manquements administratifs, d'autant plus que la majorité des auteurs français estiment que ces derniers constituent des transgressions objectives[638], c'est-à-dire des violations caractérisées indépendamment de la psychologie de l'auteur de la conduite. Par ailleurs et surtout, il a été rappelé que le délit d'utilisation d'informations privilégiées tend à protéger l'équité des investisseurs dans les conditions de négociation par un accès égalitaire aux informations privilégiées, prohibant ainsi le fait de profiter d'un avantage informationnel par rapport aux autres contractants. Or, si l'opération financière n'est pas motivée par cette situation de privilège, mais bien par un besoin impérieux de liquidités par exemple ou l'exigibilité d'une dette, alors l'« exploitation » de l'avantage informationnel fait défaut ; il apparaît donc logique que le délit d'abus d'informations privilégiées soit écarté dans cette hypothèse.

499. Une solution en accord avec la valeur sociale protégée par le manquement administratif d'utilisation d'informations privilégiées dans le cadre d'une offre publique d'acquisition : Il a été démontré que la version administrative des opérations d'initiés tend à préserver l'épargne investie dans les instruments financiers et le bon fonctionnement des marchés[639]. L'article 9, alinéa 2 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 énonce quant à lui un certain nombre de conditions dans lesquelles « *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une*

---

[637] Jean-Marie BRIGANT, « Manquement d'initié et application de la méthode du faisceau d'indices », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, p. 374 ;

[638] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 718-720 ; Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 498. Toutefois les deux auteurs se limitent à reprendre les propos de l'Autorité des marchés financiers et considèrent en réalité que cet élément intellectuel est implicite.

[639] Cf. § 354 pp. 46-47 des présents travaux.

information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession ». Au sein de cette liste figure l'hypothèse d'une personne qui a obtenu une information privilégiée dans le cadre de la préparation d'une offre publique d'acquisition et qui utilise cette information dans le but de mener à terme cette opération. Il s'agit toutefois d'un emploi légitime conditionnel puisque celui-ci doit être exclusivement finalisé à accomplir l'offre publique d'acquisition, laquelle ne peut être approuvée par les actionnaires de la société objet de l'opération qu'après que l'information a été diffusée dans le public[640].

500. Une solution en accord avec la valeur sociale protégée par le manquement administratif d'utilisation d'informations privilégiées dans le cadre de l'exécution de transactions boursières pour le compte de tiers : La même logique guide la deuxième exception qui concerne les teneurs de marché ou les personnes habilitées à agir comme contreparties ou comme professionnels exécutant des ordres boursiers pour le compte de tiers. L'article 9, 2. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 dispose qu'« *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession, lorsque cette personne: a) pour l'instrument financier auquel cette information se rapporte, est un teneur de marché ou une personne habilitée à agir comme contrepartie, et lorsque l'acquisition ou la cession des instruments financiers auxquels se rapporte cette information s'effectue légitimement dans le cadre normal de l'exercice de sa fonction en tant que teneur de marché ou de contrepartie pour cet instrument financier ; ou b) est habilitée à exécuter des ordres pour le compte de tiers, et lorsque l'acquisition ou la cession des instruments financiers auxquels se rapportent ces ordres s'effectue dans le but légitime d'exécuter ceux-ci dans le cadre normal de l'exercice du travail, de la profession ou des fonctions de cette personne* ». De cette disposition, il apparaît clairement que dans ces deux hypothèses, la réalisation de transactions boursières n'est pas guidée par la détention de l'information privilégiée, mais bien par l'exécution de tâches en lien direct avec la profession de celui qui détient l'information privilégiée, dès lors qu'elles sont accomplies conformément aux règles qui régissent ses activités. Là encore, il n'y a donc

[640] Art. 9, 4. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014.

pas d'atteinte au fonctionnement régulier des marchés, étant donné que le professionnel agit en vertu des normes techniques et professionnelles qui lui sont applicables.

501. Une solution en accord avec la valeur sociale protégée par le manquement administratif d'utilisation d'informations privilégiées dans le cadre d'une offre publique d'acquisition : C'est encore le même esprit qui marque une troisième exception consacrée aux individus qui acquièrent ou cèdent leurs instruments financiers, alors qu'ils possèdent une information privilégiée, afin de d'« *assurer l'exécution d'une obligation exigible* »[641], alors que cette dernière, d'origine légale, réglementaire ou conventionnelle, est née avant l'obtention de l'information privilégiée. Il est à nouveau possible de considérer que la bonne marche des marchés financiers n'est pas atteinte, car dans cette hypothèse, l'opérateur utilise l'une des deux principales fonctions économiques de ces marchés, à savoir la garantie de la fluidité de l'épargne par la création de liquidités. Néanmoins, il revient aux autorités d'appliquer strictement l'article 9, 3. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 qui exige que la personne qui utilise l'information privilégiée pour satisfaire une obligation apparue antérieurement à la détention de cette information agisse sur le marché « *en toute bonne foi et non dans le but de contourner l'interdiction d'opération d'initié* ». Le texte traduit bien la nécessité que l'opération ne soit pas motivée par la possession de renseignements confidentiels. Si exécution d'une obligation arrivée à terme excluait automatiquement les abus d'informations privilégiées, cela reviendrait à écarter de la répression toutes les personnes qui profitent de cette exécution pour réaliser par là-même une opération d'initié susceptible de leur procurer des gains considérables, et donc de laisser sans protection leur cocontractants ayant agi en l'absence de tous les éléments pertinents pour leur prise de décision.

L'article 9, en prévoyant les différentes hypothèses où la détention de l'information privilégiée n'implique pas nécessairement l'usage de cette information pour la réalisation des transactions boursières, ne fait pas que poser un fait justificatif des

[641] Art. 9, 3. du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014. Une hypothèse similaire est prévue par l'article 622-1, alinéa 3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui dispose que « *Les obligations d'abstention posées au présent article ne s'appliquent pas aux opérations effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers ou de contrats commerciaux devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée détienne une information privilégiée* ».

acquisitions et cessions d'instruments financiers ; il laisse également supposer de façon implicite qu'il existe une présomption d'utilisation de l'information privilégiée à l'égard de son possesseur.

502. La présomption d'utilisation de l'information privilégiée : La doctrine française[642] comme les auteurs italiens ont largement admis l'existence d'une présomption d'utilisation de l'information privilégiée, en particulier à l'encontre des dirigeants de sociétés. La chambre criminelle de la Cour de cassation française a adopté une position identique dans un arrêt du 8 juin 2015[643], dans laquelle elle a décidé qu'« attendu que les questions posées ne présentent pas un caractère sérieux, dès lors que les dispositions légales critiquées sont, d'une part, suffisamment claires et précises pour permettre leur interprétation, qui entre dans l'office du juge pénal, sans risque d'arbitraire, notamment en ce qu'elles concernent la nature et l'objet des informations utilisées par l'auteur du délit d'initié pour réaliser des opérations de marché telles que visées par le texte, et, d'autre part, instaurent une présomption d'utilisation de ces informations pouvant être écartée en rapportant la preuve contraire ; qu'ainsi, aucun des principes constitutionnels invoqués n'est méconnu ». La chambre commerciale s'oriente dans le même sens lorsqu'elle affirme que la présomption d'utilisation d'informations privilégiées possède une nature réfragable et que de ce fait, elle ne viole pas le principe constitutionnel de la présomption d'innocence[644]. La Consob et les juridictions répressives italiennes ont consacré une solution similaire.

---

[642] Renaud SALOMON, « Conformité de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier aux principes de légalité criminelle et de la présomption d'innocence », *Dr. soc.* oct. 2015, n° 10, comm. 183 ; Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 711.

[643] Cass. crim., 8 juil. 2015, n° 14-84562, publié au *Bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation*.

[644] Cass. com., 8 juil. 2015, n° 14-84562, publié au *Bulletin des arrêts de la chambre commerciale de la Cour de cassation* : « les questions posées ne présentent pas un caractère sérieux, dès lors que les dispositions légales critiquées sont, d'une part, suffisamment claires et précises pour permettre leur interprétation, qui entre dans l'office du juge pénal, sans risque d'arbitraire, notamment en ce qu'elles concernent la nature et l'objet des informations utilisées par l'auteur du délit d'initié pour réaliser des opérations de marché telles que visées par le texte, et, d'autre part, instaurent une présomption d'utilisation de ces informations pouvant être écartée en rapportant la preuve contraire ; qu'ainsi, aucun des principes constitutionnels invoqués n'est méconnu ».

Les autorités européennes ont largement étendu cette solution, puisque l'article 9, alinéa 2 dispose qu'« *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi effectué une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession* » lorsque cette personne agit dans le cadre des hypothèses mentionnées précédemment. Or, la disposition emploie le terme « personne » sans distinguer selon la catégorie d'initiés, c'est-à-dire qu'elle s'applique indépendamment de groupe auquel elle appartient[645]. *A contrario*, si la détention d'une information privilégiée n'implique pas automatiquement son emploi par la personne qui la possède pour effectuer une opération boursière, cela signifie deux choses : d'une part, il s'agit d'une présomption simple qui peut être renversée dès lors qu'il est prouvé que ce n'est pas la connaissance de l'information privilégiée qui a déterminé l'acquisition ou la cession d'instruments financiers ; d'autre part, la présomption vaut à l'égard de tout individu sans qu'il soit tenu compte de sa qualité de dirigeant, d'actionnaire, de sa profession ou de son absence de caractéristique particulière. Par ailleurs, vu la rédaction de l'article 9 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014, la présomption d'utilisation d'informations privilégiées semble être écartée dans tous les cas mentionnés expressément dans cet article. Enfin, comme l'article 3 de la directive n° 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux marchés[646] et l'article 8 du règlement (UE) n° 596/2014 ayant trait aux sanctions administratives susceptibles d'être prononcées pour les mêmes infractions[647], font tous deux référence à l'article 9 du même règlement, la présomption d'utilisation d'informations privilégiées existe tant pour la version pénale que pour la version administrative de l'utilisation d'informations privilégiées et doit être écartée, quelle que soit la forme de l'infraction, dès lors que la personne dont la conduite prétendument illicite se trouve dans l'une des hypothèses insérées au sein l'article 9, paragraphe 2.

---

[645] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 132.

[646] 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.

[647] 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.

Lorsque la présomption est écartée, il revient aux autorités judiciaires ou administratives de prouver l'utilisation de l'information privilégiée. Pour ce faire, elles utilisent souvent la technique du faisceau d'indices, qui consiste à déduire une telle utilisation de la réunion d'un ensemble d'éléments concordants[648]. Dans les autres cas, c'est-à-dire quand l'emploi de l'information privilégiée est présumé, il appartiendra au prévenu d'invoquer les motifs utiles à la preuve de sa bonne foi ; les juges du fond devront apprécier souverainement ces éléments sous le contrôle de la Cour de cassation[649]. Encore faut-il, pour qu'un individu fasse usage de façon consciente d'une information privilégiée, qu'il ait connaissance du caractère privilégié de cette information.

503. Une exigence légale stricte en matière pénale : En réalité, la conscience d'une personne du fait que les renseignements qu'elle détient correspondent à des informations privilégiées découle directement des définitions de l'« initié » posées par les différents textes européens, reprises dans les ordres juridiques nationaux. L'article 4 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[650] disposait que « *Les États membres veillent à ce que les articles 2 et 3 s'appliquent également à toute personne autre que les personnes visées auxdits articles qui détient une information privilégiée et qui sait ou aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* ». Autrement dit, l'initié doit absolument être conscient de toutes les caractéristiques des renseignements qu'il possède ou du moins, il doit procéder à toutes les vérifications qui pourraient lui permettre d'avoir connaissance de la nature de ces derniers[651]. Aujourd'hui, les instances européennes opèrent une distinction entre l'initié susceptible de se voir reprocher une infraction pénale qui « *sait qu'il s'agit d'informations privilégiées* »[652], et celui qui encourt des sanctions administratives et qui « *sait ou devrait savoir qu'il s'agit*

---

[648] Déc. AMF, 25 juin 2009, *MM. A et B* ; *Bull. Joly Bourse*, 15 déc. 2009, n° 6, p. 458, note Dominique BOMPOINT.

[649] Renaud SALOMON, « Conformité de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier aux principes de légalité criminelle et de la présomption d'innocence », *Dr. soc.* oct. 2015, n° 10, comm. 183.

[650] 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.

[651] Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 460.

[652] Art. 3, 3., al. 2 de la 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.

d'une information privilégiée »[653]. Au pénal, la nécessité de connaître le caractère privilégié de l'information dérive des prérequis minimaux pour engager la responsabilité pénale d'un individu, lesquels résident selon Roger MERLE et André VITU, dans la conscience infractionnelle, la mentalité dissociale et la volonté infractionnelle[654]. Le premier de ces éléments est le plus intéressant pour cet aspect de notre étude : la conscience infractionnelle réside dans « *le fait d'avoir participé à l'infraction avec connaissance de tous les aspects répréhensibles de la situation* »[655]. Ainsi, dans le cadre des délits d'abus d'informations privilégiées, cela revient en premier lieu à être conscient du caractère privilégié des renseignements objet de l'infraction.

504. Une exigence atténuée en matière administrative : Quant aux manquements administratifs, dont la répression est parfois plus sévère que celle mise en œuvre en matière pénale, l'exigence posée est moins contraignante : il n'est pas nécessaire de démontrer que l'auteur a conscience du caractère privilégié de l'information. Il suffit de prouver que ce dernier était en mesure d'avoir connaissance du caractère confidentiel, précis et sensible des données qu'il détient pour permettre le prononcé d'une sanction administrative fondée sur l'utilisation d'une information privilégiée, ce qui élargit incontestablement le champ de la répression. La même règle a été reprise à l'article 622-2, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, lequel dispose que « *Ces obligations d'abstention s'appliquent également à toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée* ». Elle ressort encore plus clairement de la disposition italienne tirée de l'article 187-*bis*, alinéa 4 du texte unique en matière d'intermédiation financière, lequel dispose que « *La sanction prévue au premier alinéa s'applique également à quiconque, possède une information privilégiée et connaît ou pourrait connaître en vertu d'une prudence ordinaire le caractère privilégié de ces informations, et accomplit certains des faits qui y sont décrits* »[656]. Par conséquent, il conviendrait pour les autorités administratives de prouver l'insuffisance des diligences accomplies par l'auteur du

[653] Art. 8, 4., al. 2 du règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014.

[654] 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. 651.

[655] *Ibid*.

[656] Texte original : « *La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti* » (art. 187-*bis*, al. 4, TUF).

manquement d'utilisation d'informations privilégiées[657], en particulier par référence à un « associé modèle »[658].

505. Le signe d'un manquement administratif pouvant être commis par négligence ou imprudence ? : Pour un certain nombre d'auteurs italiens, la formule selon laquelle doit être considérée comme initié susceptible de commettre le manquement administratif d'utilisation illicite d'informations privilégiées, la personne qui « *pourrait connaître en vertu d'une prudence ordinaire le caractère privilégié de ces informations* » indiquerait la possibilité de reconnaître un caractère non intentionnel à ce manquement[659]. Cependant, une telle position ne convainc pas pleinement : il semblerait que soient confondues la négligence ou l'imprudence dans l'évaluation de la nature de l'information que l'auteur potentiel possède, et celle relative à la réalisation de l'opération boursière. Une appréciation erronée du caractère privilégié ou non de l'information, suite à une absence ou à un manque de vérifications de la part de son détenteur, reste plausible en particulier pour les individus qui ne sont ni dirigeants, ni salariés, ni partenaires de l'émetteur. Ces auteurs font donc référence aux hypothèses dans lesquelles la condition préalable, à savoir la détention d'une information privilégiée, peut être caractérisée ou, alors que le caractère intentionnel ou non intentionnel, qui représente l'élément intellectuel de l'infraction, est l'une des composantes de cette dernière avec l'élément matériel et l'élément légal. Il convient donc de réitérer l'affirmation selon laquelle l'utilisation illicite d'une information privilégiée, dans sa forme administrative ou dans sa forme pénale, ne semble pouvoir être commise que de manière volontaire.

---

[657] Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 250 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, p. 131.

[658] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 404-405.

[659] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, pp. 132-133 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *op. cit.*, pp. 404-405 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *op. cit.*, p. 250.

V. dans le même sens en doctrine française, Frédéric STASIAK, « La bulle constitutionnelle est-elle en passe d'éclater ? », *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. sous 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).

506. Synthèse : Les utilisations illicites d'abus d'informations privilégiées sont caractérisées par leur nature intentionnelle qu'il s'agisse du délit ou du manquement. Les autorités européennes posent, à l'égard de toute personne, une présomption d'utilisation de l'information privilégiée, sauf dans les hypothèses énumérées à l'article 9 du règlement (UE) n° 596/ 2014 du 16 avril 2014. Reste à savoir si les législateurs et la jurisprudence français et italiens étendront cette présomption à l'origine spécifique aux initiés primaires. En tout état de cause lorsque cette présomption est appliquée doit pouvoir être renversée par celui qui a accompli l'opération litigieuse, tout comme la présomption de détention de l'information privilégiée, dont le champ d'application devrait être limité aux dirigeants des émetteurs. Enfin, pour que les incriminations conservent tout leur sens et que soit préservé l'objectif d'équité entre les investisseurs face à l'information financière, il apparait indispensable d'exiger la conscience du caractère privilégié de l'information pour que l'infraction soit caractérisée. Cependant, au vu de ces observations, la distinction entre l'utilisation illicite d'informations privilégiées dans son versant pénal et la même infraction dans son aspect administratif semble perdre tout intérêt au vu des valeurs sociales protégées par les deux infractions[660]. C'est pourquoi, il semblerait opportun de ne conserver que le délit pénal, contrairement à l'orientation récemment choisie par le Conseil constitutionnel français dans sa décision du 18 mars 2015[661] et le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[662]. Une telle préconisation, qui sera reformulée à propos de la recommandation

---

[660] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *op. cit.*, pp. 39-40.
Même si elles demeurent a priori distinctes, en ce que le délit cherche à garantir l'égalité des investisseurs face à l'information financière et que le manquement tend à préserver l'épargne investie dans les instruments financiers et le correct fonctionnement de ces derniers, le second objectif ne semble pas pouvoir être atteint sans la protection du premier.

[661] 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.

[662] 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.

d'une opération boursière, ne sera en revanche pas réitérée pour l'infraction de divulgation illicite d'informations privilégiées[663].

B- L'ambivalence de l'élément moral de la communication illicite d'informations privilégiées

507. L'admissibilité du caractère intentionnel de la communication illicite de l'information privilégiée : Quant au délit pénal, il convient de réappliquer les dispositions de droit pénal général auparavant mentionnées. L'infraction française est soumise à la règle posée à l'article 121-3 du Code pénal qui précise qu'en l'absence de prévision expresse contraire de la part du législateur, l'infraction est nécessairement intentionnelle[664]. Par conséquent, l'exigence d'un dol pour la communication illicite d'informations privilégiées de l'article L. 465-1, alinéa 2 du Code monétaire et financier ne fait aucun doute[665]. Il en est de même pour la communication de l'article 184, alinéa 1, *b*) du texte unique en matière d'information financière italien, par application combinée des articles 42, alinéa 2 et 43 du Code pénal italien[666]. Pour cette seconde conduite matérielle, le dol réside dans la conscience et la volonté de l'auteur de communiquer, hors le cadre des strictes nécessités de son activité professionnelle, une information dont il a conscience du caractère privilégié[667].

L'Union européenne admet également sans difficulté la communication intentionnelle d'informations privilégiées, puisqu'elle impose le prononcé de sanctions pénales en cas de caractérisation de cette intention[668], ce qui laisse penser qu'il n'est pas exclu que l'infraction puisse être commise par imprudence ou négligence notamment dans son versant administratif.

---

663 Cf. *infra* §§ 508-509 pp. 209-210 des présents travaux.

664 Wilfrid JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, Précis Dalloz, 6° édition, 2005, p. 48 ; Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 454.

665 Marie-Christine SORDINO, *Droit pénal des affaires*, éd. Bréal, Coll. « Lexifac droit », 2010, p. 150.

666 Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 990.

667 Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, pp. 50-51.

Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 460.

668 Art. 4, 1. 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 12 juin 2014, pp. 179-189.

508. La reconnaissance légale d'une divulgation non intentionnelle d'information privilégiée : Contrairement à ce qui a été démontré pour l'utilisation d'informations privilégiées par l'acquisition ou la cession d'instruments financiers sur la base de ces dernières, la divulgation d'un tel renseignement semble tout à fait pouvoir être réalisée de manière non intentionnelle[669]. Il suffit de penser à l'hypothèse dans laquelle un dirigeant dévoile des données confidentielles lors d'une réunion avec des analystes et journalistes financiers, du fait des questions précises et pressantes formulées par ces derniers. D'ailleurs, cette hypothèse est si réaliste que les autorités européennes l'ont elle-même anticipée par le biais de l'article 17, alinéa 8 du règlement (UE) n° 596/ 2014 du 16 avril 2014[670] qui impose, en cas de diffusion involontaire d'une information privilégiée, par un individu dans le cadre de son emploi, de sa profession ou de ses fonctions, une révélation au plus vite et à l'ensemble du public de ladite information.
Les auteurs français[671] ne semblent pas s'orienter dans ce sens : soit la communication illicite d'informations privilégiées est de nature pénale et le dol est exigé ; soit il s'agit d'un manquement administratif pour lequel la psychologie de l'auteur est indifférente. En revanche, la doctrine[672] et la jurisprudence[673] italiennes centrent justement la distinction entre la forme pénale et la forme administrative de l'infraction sur la possibilité de commettre la divulgation litigieuse de manière involontaire.

---

669 Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 250.

670 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. L'article dispose que « *Lorsqu'un émetteur ou un participant au marché des quotas d'émission, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de ceux-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions, tels que visés à l'article 10, paragraphe 1, ils sont tenus de rendre cette information intégralement et effectivement publique, simultanément en cas de communication intentionnelle, et rapidement en cas de communication non intentionnelle* ».

671 Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, qui pensent toutefois que l'élément intentionnel est implicite.

672 Massimiliano DOVA, « 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. 257 ; Alessio LANZI, Stefano PUTINATI, *Istituzioni di diritto penale dell'economia*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, pp. 49-50 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, p. 239.

673 Cass. sez. pen. VI, 16 maggio 2006 (dep. 3 maggio 2006), n. 15199, *L.T.*; *Cass. pen.* genn. 2007, vol. XLVII, fasc. 1, pp. 56-61, con nota Beatrice MAGRO (pp. 61-73) ; *Giur. comm.* nov.-dic. 2006, vol. 33, n. 6, II, pp. 985-991, con nota Enrico AMATI (pp. 991-1004).

509. Les hypothèses pouvant être pertinemment sanctionnées : Deux situations semblent pouvoir être différenciées : d'une part, la diffusion de l'information est purement non intentionnelle (exemple du dirigeant qui en a trop dit par inadvertance en répondant aux questions posées par des journalistes) ; d'autre part, l'individu trop bavard n'a pas conscience d'enfreindre son obligation d'abstention de communication soit parce qu'il ignore que la personne à qui il la communique n'est pas impliquée dans le projet qui impose sa diffusion (exemple d'un salarié qui dévoile à un collègue un renseignement confidentiel car il croit de façon erronée qu'il participe à la préparation d'une opération financière), soit parce qu'il n'a pas conscience du caractère privilégié de l'information.

Ce dernier cas de figure surviendrait principalement lorsque le destinataire de l'information privilégiée l'a obtenu de façon fortuite, c'est-à-dire majoritairement dans les hypothèses où il s'agit d'un initié tertiaire au sens de la classification des initiés précédemment présentée. Dès lors, soit l'on considère que la valeur sociale protégée, à savoir la garantie de l'équité des investisseurs face à l'information financière, prévaut sur l'absence de conscience de l'auteur du caractère privilégié de l'information et une sanction administrative peut être envisagée ; soit l'on estime que le détenteur de l'information privilégiée n'a pas conscience de l'avantage dans lequel il se trouve, et dans ce cas, toute répression doit être écartée notamment du fait du défaut d'absence de la condition préalable, à savoir la qualité d'initié qui repose, au moins au pénal, sur la possession en connaissance de cause de l'information privilégiée. Étant donné l'absence de connaissance par l'auteur de la diffusion de l'asymétrie informationnelle qui le concerne, et pour assurer une cohérence vis-à-vis du raisonnement développé précédemment pour l'utilisation d'informations privilégiées, la seconde option semble la plus judicieuse[674]. En revanche, dans l'hypothèse d'une divulgation purement involontaire ou adressée à une personne dont le possesseur de l'information croit qu'elle est impliquée dans l'activité qui justifie la communication de ladite information, une sanction administrative fondée sur la négligence ou l'imprudence pourrait être envisagée. Au contraire, dans ce cas, une sanction pénale serait disproportionnée au regard de la valeur sociale protégée par le délit de communication d'informations

[674] Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON, Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd., 2013, p. 450.

privilégiées, laquelle réside dans l'équité des investisseurs face à l'information financière. L'auteur ayant diffusé l'information par inadvertance, il n'a pas souhaité étendre la situation d'avantage informationnel ce qui semble pouvoir écarter la nécessité d'établir une sanction pénale.

C- Le caractère nécessairement intentionnel de la recommandation ou de l'incitation à opérer sur les marchés financiers

510. L'incontestabilité du caractère intentionnel de la recommandation d'une transaction boursière ou d'une incitation à procéder à une telle transaction sur la base d'une information privilégiée : Celui qui recommande à un tiers d'effectuer une opération sur la base d'une information, ou qui incite cette personne à acquérir ou céder des titres financiers doit en premier lieu avoir conscience du caractère privilégié de l'information[675]. A défaut, la condition préalable qui réside dans la qualité d'initié de l'auteur n'est pas respectée, là encore au moins du point de vue des délits pénaux. Dès lors, la répression semble devoir être écartée. Par ailleurs, la recommandation consiste pour un individu à préconiser à un tiers de réaliser une opération sur le marché financier, du fait de l'information privilégiée qu'il détient. C'est parce qu'il a connaissance d'une information non connue du reste du public que l'auteur conseille le destinataire de la recommandation. Il en est de même pour l'incitation : le premier pousse à agir le second du fait de la détention de l'information privilégiée. Dans les deux hypothèses, comme l'auteur a pu tirer des conclusions sur l'évolution du cours de certains instruments financiers grâce aux renseignements confidentiels qu'il possède, il a nécessairement conscience de son action et souhaite ainsi recommander à un tiers d'agir sur le marché ou l'inciter à procéder à une opération[676]. L'élément intellectuel réside donc dans un dol[677], caractérisé par la conscience et la volonté de recommander à

---

[675] Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 460.

[676] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, pp. 50-51.

[677] Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 990.
Marie-Christine SORDINO, *Droit pénal des affaires*, éd. Bréal, Coll. « Lexifac droit », 2010, p. 150.

un tiers d'effectuer une opération sur le marché boursier, sur la base d'une information dont on sait qu'elle est privilégiée[678].

511. Le cas du tiers conseillé ou incité : Deux cas de figure sont envisageables : soit, le tiers a reçu l'information privilégiée ; soit, il n'a pas eu connaissance dudit renseignement. Dans le second cas, il ne peut faire l'objet d'aucune poursuite sur le fondement d'un abus d'informations privilégiées[679], puisqu'il ne détient pas une telle information et ne revêt donc pas la qualité d'initié. En revanche, dans le premier cas, si le destinataire de la recommandation a conscience de la nature spécifique des données qu'il reçoit et qu'il décide malgré cela d'intervenir sur le marché, alors il pourra être sanctionné sur le fondement d'un abus d'informations privilégiées. C'est ce que confirme d'ailleurs les articles 3, 7. de la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 et 8, 3. du règlement (UE) n° 596/2014 du même jour, lesquels disposent que « *Le fait de recourir aux recommandations ou aux incitations visées au paragraphe 6 est considéré comme une opération d'initié lorsque la personne qui y recourt sait qu'elle le fait sur la base d'informations privilégiées* ». Une telle possibilité est toutefois exclue en Italie, où les initiés tertiaires au sens précédemment définis ne relèvent que du manquement administratif[680]. A son encontre, les autorités répressives devraient pouvoir mettre en œuvre la présomption d'utilisation d'informations privilégiées : l'acquisition ou la cession d'instruments financiers par le tiers, postérieurement au conseil reçu ou à l'incitation dont il aurait été l'objet, ne pourra être licite que si l'opération boursière a effectivement été motivée par une autre raison. Il reviendra alors à ce tiers de prouver les motifs impérieux susceptibles de justifier sa conduite.

A nouveau, du fait de l'absence de distinction réelle entre le délit et le manquement administratif qui résident dans la recommandation à un tiers de réaliser une opération sir la base d'une information privilégiée, il conviendrait de supprimer l'une des deux

---

[678] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 401-402.

[679] Maria Letizia ERMETES, « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 990.

[680] Art. 184 et 187-*bis*, al. 4, TUF. Malgré cette disparité entre le régime de sanction français et italien, la proposition de ne conserver que le versant pénal de l'utilisation d'informations privilégiées est maintenue. La différenciation de traitement des auteurs en fonction de leur qualité professionnelle pourra en effet être résolue par la mise en place de circonstances aggravantes.
Cf. sur ce point les développements du dernier chapitre des présents travaux.

formes. Étant donné la nature nécessairement intentionnelle de la conduite, il serait davantage opportun d'écarter le manquement administratif, afin de renforcer symboliquement par une sanction pénale la protection de l'égalité des investisseurs face à l'information financière.

512. Conclusion du premier chapitre : Il a été vu comment l'information privilégiée se décline en une définition générale et en plusieurs définitions spéciales consacrées respectivement aux instruments dérivés sur matières premières et aux contrats physiques portant sur ces dernières, aux quotas d'émission de gaz à effet de serre, aux personnes chargées d'exécuter des ordres boursiers et en France, aux activités de natures criminelle et délictuelle, ces deux dernières catégories apparaissent inopportunes. Par ailleurs, tous les apports de la directive et du règlement européen du 16 avril 2014 n'ont pas encore été pris en compte, notamment en ce qui concerne la répression des abus de marché commis sur les systèmes multilatéraux de négociation non organisés ou la définition de l'information privilégiée ayant trait aux quotas d'émission de gaz à effet de serre, les prochaines réformes en droit national français et italien devraient intervenir d'ici peu, puisque les textes européens produiront leurs effets au 3 juillet 2016. Pour finir avec l'information privilégiée, les caractères de « précision » et de « sensibilité » devraient faire l'objet d'une définition plus claire et moins équivoque. Une solution pourrait consister à indiquer les critères permettant d'apprécier l'existence de ces deux caractéristiques. De plus, quant aux initiés, le traitement identique des dirigeants de l'émetteur, des actionnaires quel que soit le capital qu'ils détiennent et des personnes qui acquièrent une information privilégiée dans le cadre de leurs fonctions ou de leur profession devrait cesser au vu des disparités d'accès aux informations privilégiées qui existent entre ces catégories de personnes, qui devraient toutes pouvoir être sanctionnées au pénal comme sur le fondement des manquements administratifs.

513. Propositions relatives à l'information privilégiée et à la qualité d'initié : Il convient de rappeler que le Conseil constitutionnel français a décidé dans sa décision du 18 mars 2015 a d'abrogé l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier qui réprime les délits d'abus d'informations privilégiées. La proposition de loi n° 19 et mise en chiffres le 7 octobre 2015[681] prévoit de réintroduire le délit sans apporter de réelles modifications relatives aux éléments constitutifs des différentes infractions. Les changements envisagés concernent davantage les sanctions encourues et leur prononcé.

[681] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

Cependant, au vu des remarques précédentes, les définitions suivantes de l'initié et de l'information privilégiée sont proposées :

« Peut être sanctionnée dans le cadre des abus d'informations privilégiées, toute personne qui possède en connaissance de cause une information privilégiée.

Lorsqu'il s'agit d'une personne exerçant des fonctions d'administration, de direction ou de contrôle au sein de l'émetteur, la détention de l'information privilégiée est présumée.

Constitue une information privilégiée, l'information confidentielle, précise et sensible, qui concerne directement ou indirectement :

- un ou plusieurs instruments financiers qu'ils soient négociés sur un marché réglementé au sens de [l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier ou 1, w-*ter*, du texte unique en matière d'intermédiation financière], ou sur un système multilatéral de négociation au sens de l'article L. 424-1 du Code monétaire et financier organisé ou non ;
- un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers dont les titres sont négociés sur ces plateformes ;
- un ou plusieurs quotas d'émission de gaz à effet de serre au sens de l'article 3, c) de la directive n° 2003/87/CE ou un ou plusieurs produits basés sur ces derniers, négociés sur les plateformes réglementées à cet effet ;
- un ou plusieurs participants aux plateformes de négociation réglementées relatives à ces quotas ou aux produits basés sur ces derniers ;
- un ou plusieurs instruments dérivés sur matières premières, ou un ou plusieurs contrats commerciaux relatifs à ces matières premières au sens de l'article 3, paragraphe 1, point 15) du règlement (UE) n° 596/2014 ;
- un indice de référence au sens de l'article 3, paragraphe 1, point 29) du règlement (UE) n° 596/2014 ;
- la préparation ou la réalisation d'une opération financière relative à au moins l'un des actifs ou entités précédemment mentionnés ; ou
- la préparation ou la mise en œuvre d'activités délictueuses en lien avec au moins l'un des éléments précédemment mentionnés.

Une information doit être considérée comme précise dès lors qu'elle mentionne un ou plusieurs évènements ou circonstances qui se sont produits ou sont susceptibles de se produire et qu'il est possible d'en tirer une conclusion quant à la possibilité d'une variation inhabituelle des cours des actifs qu'elle concerne.

Pour évaluer la possibilité d'une variation inhabituelle des cours des actifs que l'information concerne, les autorités se placent au jour de la commission de l'infraction et se fondent sur les circonstances spécifiques de l'affaire en tenant compte notamment :

- de l'objet de l'information et de l'impact produit précédemment lors des annonces d'informations qui avaient le même objet ;
- du lien entre cet objet et le fonctionnement, l'activité ou le secteur d'activité de l'émetteur ;
- de la nature et de l'impact des autres informations diffusées au cours de la même période ;
- de la nature des informations qui entraînent habituellement des variations de cours significatives sur les actifs concernés ;
- des informations que les participants aux négociations considèrent habituellement pertinentes pour fonder leurs décisions sur les marchés au sein desquels sont négociés ces actifs, en particulier au regard de la règlementation applicable en matière de publication des données relatives à ces actifs ou à ces marchés.

Une information doit être considérée comme sensible dès lors que sur la base d'un raisonnement rationnel, elle permet de tirer une conclusion quant au sens de la variation du cours des actifs qu'elle concerne.

Pour évaluer la sensibilité d'une information, les autorités se placent au jour de la commission de l'infraction et se fondent sur les circonstances spécifiques de l'affaire en tenant compte notamment :

- de l'objet de l'information ;
- du sens de la nouvelle par rapport aux prévisions du marché, en particulier s'il existait un consensus de marché ;
- de la nature et de l'impact des autres informations diffusées au cours de la même période ;
- de l'impact produit antérieurement par des nouvelles de même nature ».

Cette définition devrait être insérée au sein du Code monétaire et financier, et par ailleurs, remplacer les définitions actuelles contenues dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et dans le texte unique en matière d'intermédiation financière italien. La définition spécifique aux personnes chargées de l'exécution d'opérations boursières pour le compte de leurs clients devrait être supprimée et l'hypothèse de l'« initié criminel » remplacée par une nouvelle définition spéciale à l'image de ce qui est proposé. Une telle modification implique toutefois que sur les marchés financiers réglementés comme sur les sytèmes multilatéraux de négociation, organisés ou non, soient diffusées des informations aux personnes qui interviennent sur

ces marchés. Cela ne suppose pas nécessairement une uniformisation des régimes de ces différentes plateformes, dont la diversité de natures n'aurait plus lieu d'être dans le cas contraire, mais l'instauration de règles plus ou moins nombreuses et contraignantes selon les modalités suggérées dans la conclusion relative à l'information financière en première partie de ces travaux[682]. La mise en œuvre des règles de publicité de ces données par les sociétés concernées devrait leur enlever leur caractère confidentiel.

514. Proposition relative à l'utilisation illicite d'informations privilégiées : En premier lieu, le champ d'application de l'infraction devrait être clairement défini pour le délit comme pour le manquement : il conviendrait dès lors de préciser dans la définition de l'infraction si sont concernées par cette dernière les seules opérations réalisées sur les marchés réglementés et sur les systèmes multilatéraux des négociations organisés ou non, ou si la répression s'étend au-delà en atteignant par exemple les marchés de gré à gré. De même, les instruments financiers concernés par les transactions illicites devraient être indiqués. En second lieu, l'utilisation devrait être distinguée de la recommandation, ce qui n'est pour le moment pas le cas pour le délit de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier français. Le terme d'« opération » devrait également être précisé par la mention des transactions concernées.

Dès lors, une définition unique pourrait être proposée et transposée dans les États membres afin de mettre un terme aux disparités d'application entre la France et l'Italie. La définition proposée pourrait être la suivante :

« Constitue une utilisation illicite d'information privilégiée, le fait pour un initié d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés] dès lors que cette acquisition ou cette cession a été déterminée ou confortée par la détention de ladite information, sans que la recherche d'un profit ne soit nécessaire.

L'infraction doit être considérée comme consommée au moment de l'exécution de l'ordre d'acquisition ou de cession.

Le fait d'émettre un ordre d'acquisition ou de cession relatif à [des actifs déterminés] qui n'a pu être exécuté indépendamment de la volonté de son émetteur, constitue une tentative d'utilisation illicite d'informations privilégiées.

[682] Cf. t. 1, § 325 pp. 490-491 des présents travaux.

Toute personne ayant participé à la mise en œuvre de l'opération d'acquisition ou de cession, en connaissance de l'information et de son caractère privilégié se rend complice d'utilisation illicite d'informations privilégiées. »[683]

515. Proposition relative à la communication illicite d'information privilégiée : Relativement à la communication illicite, la définition suivante pourra être suggérée :

« Constitue une communication illicite d'information privilégiée, le fait pour un initié de révéler, par quelque moyen que ce soit, à une ou plusieurs personnes, déterminées ou non, une information privilégiée, hors les cas où sa révélation est strictement nécessaire à l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions.

L'élaboration ou la transmission d'un support contenant une information privilégiée constitue une tentative de communication illicite d'information privilégiée, si ledit support n'est pas parvenu à son destinataire pour des raisons indépendantes de la volonté de celui qui l'élabore ou le transmet.

Toute personne qui transmet en connaissance de cause, par quelque moyen que ce soit, pour le compte de l'initié, une information privilégiée se rend complice de communication illicite d'informations privilégiées.

Lorsque le tiers qui a obtenu l'information privilégiée dans les conditions mentionnées aux précédents alinéas du présent article, est conscient du caractère privilégié de cette information, il doit s'abstenir d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés], à peine de commettre une utilisation illicite d'information privilégiée au sens de l'article précédent, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'a pas été déterminée ou confortée par l'obtention de ladite information. Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité d'utilisation illicite d'information privilégiée dans les conditions définies au précédent article.

Il doit également s'abstenir de révéler, par quelque moyen que ce soit, à une ou plusieurs personnes, déterminées ou non, cette information privilégiée, hors les cas où sa révélation est strictement nécessaire à l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions, à peine de commettre une communication illicite d'information privilégiée. Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité de communication illicite d'information privilégiée dans les conditions définies aux alinéas 2 et 3 du présent article. »

---

[683] Volontairement, à ce stade des travaux, les actifs concernés par les utilisations illicites d'informations privilégiées ne sont pas mentionnés : ceux-ci seront précisés dans le dernier chapitre des présents travaux consacrés à la répartition des compétences répressives entre juridictions pénales et autorités administratives, puisque la détermination de la plateforme de négociation concernée par l'infraction constituera l'un des critères de distribution des prérogatives de sanctions.

516. Proposition relative à la recommandation à un tiers d'effectuer une opération d'initié : Enfin, il a été expliqué que la recommandation n'est pas explicitement prévue par le délit pénal français de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, et que l'infraction ne couvre pas exactement les mêmes conduites, puisque tantôt les autorités se réfèrent à la recommandation, tantôt à l'incitation, tantôt à la suggestion. Or, dans toutes les hypothèses, l'objectif poursuivi devrait être celui d'empêcher l'initié de tirer partie de son avantage informationnel et d'en faire bénéficier les tiers. Dès lors, la recommandation pourrait être définie de la façon suivante :

« Constitue une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, le fait pour un initié d'émettre à un tiers, un conseil ou une suggestion, motivée ou confortée par la détention de ladite information, destinée à lui faire acquérir ou céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés].

Constitue également une recommandation illicite, l'incitation d'un tiers par un initié, motivée ou confortée par la détention d'une information privilégiée, à acquérir ou à céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés].

L'élaboration ou la transmission d'un support contenant une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, au sens des deux alinéas précédents, constitue une tentative de recommandation illicite, si ledit support n'est pas parvenu à son destinataire pour des raisons indépendantes de la volonté de celui qui l'élabore ou le transmet.

Toute personne qui en connaissance de cause, conseille ou suggère à un tiers, par quelque moyen que ce soit, pour le compte de l'initié, d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés], se rend complice de recommandation illicite d'utilisation d'informations privilégiées. Il en est de même lorsque cette personne incite le tiers à acquérir ou céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés].

Le tiers auquel l'initié a conseillé ou suggéré d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés], et qui est conscient que ce conseil ou cette suggestion est fondée sur la détention d'une information privilégiée, doit s'abstenir de tirer partie de ce conseil ou de cette suggestion à peine de commettre une utilisation illicite d'information privilégiée au sens de l'article [] précédent, sauf dans les

cas où l'acquisition ou la cession n'est pas déterminée ou confortée par ledit conseil ou ladite suggestion. Le tiers doit également s'abstenir d'agir lorsqu'il a été incité à acquérir ou à céder à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés], et qu'il est conscient du fait que l'initié l'a incité sur le fondement d'une information privilégiée, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'est pas déterminée ou confortée par cette incitation.

Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité d'utilisation illicite d'information privilégiée dans les conditions définies à l'article [] précédent.

Si, par ailleurs, le tiers s'est vu transmettre l'information et a conscience de son caractère privilégiée, il doit également s'abstenir de révéler, par quelque moyen que ce soit, à une ou plusieurs personnes, déterminées ou non, cette information privilégiée, hors les cas où sa révélation est strictement nécessaire à l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions, à peine de commettre une communication illicite d'information privilégiée. Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité de communication illicite d'information privilégiée dans les conditions définies aux alinéas 2 et 3 du précédent article. »

CHAPITRE 2
LES DÉFINITIONS ASYMÉTRIQUES
DES MANIPULATIONS DE MARCHÉ FRANÇAISES ET ITALIENNES

517. Présentation sommaire des manipulations de marché : « La répression des délits de diffusion de fausses informations et de manipulations de cours contribue à assurer le bon fonctionnement du marché , en sanctionnant les actions visent à agir sur les cours dans le but de les faire évoluer artificiellement, soit par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, soit par l'exercice de manœuvres [...] »[684]. La lecture de cet extrait nous permet de retrouver la diffusion d'informations fausses ou mensongères et les manipulations de cours qui constituent les deux modalités d'une même infraction pour les autorités européennes et italiennes, à savoir les manipulations de marché[685]. D'ailleurs, dans les années 1990, en France, il avait été préconisé à plusieurs reprises de regrouper les deux conduites sous une même incrimination[686].

518. La pertinence de la répression des diffusions d'informations inexactes ou mensongères : La répression de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses découle du fait que les investisseurs sont susceptibles d'être induits en erreur du fait ce la commission de cette infraction et d'effectuer des opérations boursières dont les conséquences ne correspondront pas à leurs attentes. Par conséquent, elle nuit gravement à la confiance que les investisseurs peuvent accorder aux marchés financiers : la fiabilité de ces derniers serait remise en cause si chacun pouvait communiquer à tout va sans se soucier de la véracité des renseignements qu'il publie. La sanction de cette conduite illicite constitue d'ailleurs le pendant répressif de l'obligation de diffuser une information « *exacte, précise et sincère* » posée aux articles 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, ainsi que 41 et 66 du règlement « Émetteurs ».

---

[684] « Diffusion de fausses informations et manipulation de cours », *Droit de la bourse et des marchés financiers*, Soficom éditions, 1996, p. 10.

[685] Art. 185, TUF pour le délit pénal italien et 187-*ter*, TUF pour le manquement administratif italien.
Au niveau européen, art. 5 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 pour les manipulations de marché susceptibles de sanctions pénales ; art. 12 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 pour les manipulations de marché réprimées au moins par des sanctions administratives.

[686] V. pour exemple, « Diffusion de fausses informations et manipulation de cours », *Droit de la bourse et des marchés financiers*, Soficom éditions, 1996, p. 10.

519. L'utilité de la répression des manipulations de cours : La Commission des opérations de bourse française expliquait dans l'article 2 de son règlement n° 90-04 que « *L'établissement des cours sur le marché doit résulter de la libre confrontation des ordres d'achat et de vente* [...] »[687]. Il s'agit d'une application spécifique aux marchés financiers des règles générales des contrats : dans le cadre des opérations boursières, les acheteurs émettent des offres en proposant d'acquérir des instruments financiers à un cours déterminé ; les vendeurs proposent de céder leurs actifs également à un prix qu'ils définissent. À partir du moment où un ordre acheteur rencontre un ordre vendeur, le contrat portant sur les valeurs est formé et il est susceptible d'être exécuté.

Quel que soit le sens de la transaction envisagée, les différents opérateurs se fondent pour prendre leur décision sur les informations qui sont communiquées en temps continu, et qui leur permettent de se représenter la valeur de l'entreprise dans laquelle ils veulent investir ou au contraire dont ils veulent revendre les titres[688]. Or, pour que les diverses parties puissent conclure en toute connaissance de cause un contrat, il est nécessaire qu'elles soient correctement informées. L'article 1109 du Code civil français précise qu'« *il n'y a point de consentement valable si le consentement n'a été donné que par erreur ou s'il a été extorqué par violence ou surpris par dol* ».

De ce point de vue, la répression de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses n'est pas suffisante : les contractants potentiels doivent également avoir connaissance de la situation réelle du marché et du contexte financier dans lequel s'inscrit leur opération. Dès lors, il apparaît judicieux de sanctionner les conduites qui consistent à modifier la réalité de l'activité sur les plateformes de négociation, dès lors qu'elles sont mues par la volonté d'induire les investisseurs en erreur. Ces comportements pourraient d'ailleurs être assimilés au dol du droit civil, lequel doit s'entendre en vertu de l'article 1116 du Code civil français, d'« *une cause de nullité de la convention lorsque les manœuvres pratiquées par l'une des parties sont telles, qu'il est évident que, sans ces manœuvres, l'autre partie n'aurait pas contracté* ». La mise en œuvre de manœuvres frauduleuses destinées à altérer l'activité réelle du marché et à transmettre de fausses

---

[687] 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.

[688] Beatrice MAGRO, « *Price manipulation* e contratti con opzione *put barrier* », nota a Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, p. 857.

informations aux investisseurs sur l'évolution des cours des instruments financiers correspond parfaitement à cette situation.

520. La valeur sociale directement protégée par les manipulations de marché ou agiotage : Par conséquent, le législateur cherche à réprimer tout comportement susceptible de modifier la valeur des sociétés cotées qui se reflète sur le cours des instruments financiers, que celui-ci réside dans la divulgation d'informations inexactes ou mensongères, ou dans la mise en œuvre de pratiques finalisées à altérer l'évolution normale du prix des instruments financiers[689]. Béatrice MAGRO considère que « les pratiques de manipulation sont, d'un point de vue économique, des comportements [...] qui influent de manière négative sur l'efficience du marché, puisqu'ils portent préjudice à sa fonction de répartition [de la richesse], en ce qu'ils empêchent les prix d'intégrer toutes les informations disponibles. Lorsqu'elles se concrétisent par une conduite de manipulation de l'information, ou dans la réalisation d'opérations importantes, qu'elles soient fictives ou effectives, elles émettent au marché un 'faux signal' qui traduit une valeur différente de la valeur réelle et qui oriente (ou plutôt qui désoriente) l'épargnant rationnel dans ses choix d'investissement »[690]. De ce fait, l'institution des délits d'agiotage et de manipulation de marché cherche à protéger la formation des cours sur les plateformes boursières par la confrontation naturelle des offres d'achat et de vente, et par extension, le fonctionnement correct et régulier des marchés financiers[691]. Toutefois, celui-ci constitue seulement le bien juridique immédiatement protégé par les différentes infractions d'agiotage, à l'image de la

---

[689] Daniela GOLDONI, « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, spéc. pp. 276 et 283.

[690] Texte original : « ***Le pratiche manipolative sono, sotto un profilo economico, comportamenti economici che incidono negativamente sull'efficienza del mercato, perché ne pregiudicano la funzione allocativa, in quanto impediscono ai prezzi di incorporare tutte le informazioni disponibili. Esse, sostanziandosi o in una condotta di manipolazione dell'informazione, o nel compimento di operazioni significative, false o effettive che siano, immettono nel mercato un 'signale falso' che esprime un valore diverso da quello effettivo e che orienta (o meglio disorienta) il risparmiatore razionale nelle sue scelte di investimento*** », Beatrice MAGRO, « *Price manipulation* e contratti con opzione *put barrier* », nota a Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, p. 858.

[691] Beatrice MAGRO, « *Price manipulation* e contratti con opzione *put barrier* », nota a Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, p. 857 ; Daniela GOLDONI, *ibid.*, spéc. p. 280.

stabilité du système bancaire et de la confiance que les citoyens peuvent manifester à l'égard de ce dernier[692].

521. La valeur sociale indirectement protégée par les manipulations de marché : Comme cela avait déjà été précisé à l'occasion de l'étude de l'infraction d'entrave aux fonctions des autorités publiques de surveillance de l'article 2638 du Code civil italien, il est un autre bien, de nature institutionnelle et collective, qui est protégé de façon médiate cette fois-ci, par les différentes infractions d'agiotage : il s'agit de l'épargne investie dans les instruments financiers, mais également dans l'épargne bancaire (pour ce qui concerne spécifiquement l'article 2637 du même code). Cette valeur sociale possède une valeur constitutionnelle en Italie, puisque l'article 47 de la Constitution dispose que « *La République encourage et protège l'épargne dans toutes ses formes ; réglemente, 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* »[693].

Dès lors, l'épargne financière, ou bancaire d'ailleurs, constitue le bien protégé de façon secondaire par les infractions à caractère pénal de manipulation de marché[694]. En revanche, elle est directement visée par les manquements administratifs correspondants, puisque la surveillance des marchés boursiers par la Consob et l'Autorité des marchés financiers, aux fins de veiller à l'épargne investie dans les instruments financiers, constitue la principale mission de ces organes tout comme le contrôle du fonctionnement régulier des marchés[695]. De ce fait, la valeur sociale

---

[692] La deuxième partie de l'article 2637 du Code civil vise l'agiotage bancaire en évoquant les manœuvres susceptibles d'altérer « *la confiance que le public a envers la stabilité patrimoniale des banques et des groupes bancaires* » ; texte original : « *affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari* ».
V. pour exemple G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005 ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, pp. 275-300, con nota Beatrice MAGRO.

[693] 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).

[694] Daniela GOLDONI, « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, spéc. p. 288.

[695] Cf. les articles 621-1 du Code monétaire et financier pour la définition des missions de l'Autorité des marchés financiers, et 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière pour celles de la Consob.

protégée par les délits et contravention de manipulation de marché et celle que tendent à préserver les manquements administratifs correspondants coïncident donc.

522. La multiplicité des dispositions italiennes consacrées aux manipulations de marchés : À l'heure actuelle, en Italie, il n'y a pas moins de trois dispositions applicables aux comportements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manœuvres frauduleuses sur les marchés : il s'agit de l'article 501 du Code pénal italien qui incrimine le délit d'augmentation et de diminution frauduleuses des cours sur le marché public et dans les bourses de commerce[696], de l'article 2637 du Code civil consacré à l'agiotage[697] et l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière intitulé « manipulations de marché »[698]. Cette dernière disposition est doublée d'un manquement administratif sanctionné à l'article 187-*ter* du même texte.
Au foisonnement des textes italiens, s'opposent une unique forme pénale de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulations de cours, réprimées respectivement aux alinéas 2 et 1er du Code monétaire et financier, auxquelles s'ajoutent les manquements administratifs correspondants définis à l'article 632-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
Il convient de se demander si la présence de nombreux délits au sein de l'ordre juridique italien contribue à élargir le champ de la répression par rapport aux prévisions du droit français (Section 1), pour ensuite constater que les conduites qui caractérisent l'agiotage ou les manipulations de marché se ressemblent considérablement dans les deux États (Section 2).

Section 1. Les champs d'application inégaux des manipulations de marché françaises et italiennes

523. La délimitation d'un domaine précis de répression : L'article 5 de la directive dite « abus de marché » n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 prévoyait déjà la sanction des manipulations de marché, qui concernait essentiellement les marchés réglementés. Le champ d'application actuel est posé par l'article 1er de la directive n° 2014/57/UE du 16

[696] Intitulé original : « *Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato e nelle borse di commercio* » (art. 501, C. pen.).
[697] Intitulé original : « *Aggiotaggio* » (art. 2637, C. civ. it.).
[698] Intitulé original : « *Manipolazioni del mercato* » (art. 185, TUF).

avril 2014[699] et par l'article 2 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[700]. Ces infractions représentent celles qui ont le plus large champ d'application. Elles concernent les instruments financiers négociés sur des marchés réglementés, sur des systèmes multilatéraux de négociation ou sur les systèmes organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de telles plateformes a été présentée à l'autorité compétente[701]. Elle vise également les comportements qui concernent tout autre instrument financier dont la valeur dépend de celle des actifs précédemment mentionnés[702]. Elles sont également applicables aux quotas d'émission de gaz à effet de serre, aux produits basés sur ces derniers et mis aux enchères[703], ainsi qu'aux indices de référence[704]. Enfin les manipulations de marché peuvent porter sur les contrats au comptant pour lesquels l'opération est susceptible d'entraîner par ailleurs une altération des cours des instruments financiers négociés sur les marchés réglementés, ou sur les systèmes multilatéraux ou organisés de négociation[705], ainsi que sur les instruments dérivés servant au transfert du risque de crédit susceptibles d'influer sur le cours des contrats au comptant dont la valeur dépend de ces instruments financiers[706].

Du fait de l'essor des marchés de gré à gré (ou marchés OTC), il devenait nécessaire d'étendre la répression des abus de marché, dès lors que les manipulations opérées sur ces plateformes étaient susceptibles de déstabiliser les négociations entreprises sur les marchés règlementés ou systèmes multilatéraux de négociation organisés, ce que mettent en lumière certains économistes qui expliquent qu'« À l'origine, les produits dérivés ont été créés en tant qu'instrument de gestion des risques permettant aux

[699] 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.

[700] 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.

[701] Art. 1er, paragraphe 2, al. 1er, a), b), c) de la directive 2014/57/UE et art. 2, paragraphe 1er, al. 1er, a), b), c) du règlement.

[702] Art. 1er, paragraphe 2, al. 1er, d) de la directive 2014/57/UE et art. 2, paragraphe 1er, al. 1er, d) du règlement.

[703] Art. 1er, paragraphe 2, al. 2, de la directive et art. 1er, paragraphe 1er, du règlement.

[704] Art. 1er, paragraphe 4, c), de la directive et art. 1er, paragraphe 2, c), du règlement.

[705] Art. 1er, paragraphe 4, a), de la directive et art. 1er, paragraphe 2, a) du règlement.

[706] Art. 1er, paragraphe 4, b), de la directive et art. 1er, paragraphe 2, b) du règlement.

agents économiques d'adapter leur niveau de risque à celui souhaité et donc d'obtenir une meilleur allocation globale des risques… tant qu'ils n'egendrent pas de risque systémiques supplémentaire »[707] ; cependant, « avec l'essor des swaps de taux d'intérêt, d'une durée de plusieurs années, traités de gré à gré entre banques, le compartiment de gré à gré a dépassé celui organisé, avec deux corollaires inquiétants : une moindre transparence des prix et des volumes (pas d'enregistrement des transactions ni de cotation centralisée en temps réel) et un risque systémique accru malgré le développement des recours à des collatéraux par les contreparties »[708]. C'est pourquoi les autorités européennes ont décidé de sanctionner les manipulations de marché réalisées y compris sur les plateformes de négociation de gré à gré, dès lors qu'elles étaient susceptibles d'avoir une incidence sur le cours des instruments financiers négociés sur les marchés réglementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation, organisés notamment.

Si les systèmes italiens couvrent avec certitude l'ensemble du champ de la répression imposé par la directive et le règlement européens du 16 avril 2014 (Paragraphe 1), quelques hésitations subsistent quant au domaine d'application de la répression pénale française (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. Les domaines inégaux des manipulations de marchés françaises et italiennes

524. La certitude de l'applicabilité des manipulations de marché italiennes à l'ensemble des plateformes de négociation : En premier lieu, la plus ancienne incrimination, qui est celle de l'article 501 du Code pénal italien, vise les valeurs négociées dans les bourses de commerce ou sur le marché public italien[709]. Les valeurs négociées sur ce marché doivent être les suivantes : les titres relatifs à la dette publique, les autres titres émis ou garantis par l'État, les actions et obligations des sociétés commerciales, les titres de change, ainsi que les devises italiennes et étrangères. Elles

[707] 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. 48.

[708] Catherine LUBOCHINSKY, *op. cit.*, p. 49.

[709] Texte original : « *valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato* » (art. 501, C. pén. it.).

doivent être cotées, ou au moins négociées sur le marché public, tant sur le marché national italien qu'à l'étranger.

Ensuite, concernant l'article 2637 du Code civil situé dans un livre V intitulé « *Du travail* »[710], au sein d'un titre consacré aux « *dispositions pénales en matière de sociétés et de consortiums* [de sociétés] »[711], le législateur italien réprime le délit d'agiotage, qui regroupe là encore la diffusion d'informations fausses et l'accomplissement de manœuvres, portant sur des « *titres non cotés ou pour lesquels aucune demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé n'a été présentée* »[712]. La répression va donc au-delà des exigences européennes, puisque selon la disposition italienne, il n'est pas exigé que l'opération qui porte sur les instruments financiers non négociés sur les marchés réglementés soit susceptible d'influencer le cours des titres échangés sur ces derniers, ce qu'imposent les textes adoptés par l'Union le 16 avril 2014.

Enfin, les articles 185 et 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière tous deux consacrés aux manipulations de marché, respectivement dans leur versant pénal et administratif, voient leur champ d'application délimité par l'article 180 du même texte. Cette disposition définit la notion d'« *instruments financiers* » utilisée dans les deux textes précités et fait référence à tous les instruments qui sont négociés sur les marchés réglementés italiens ou d'un État membre de l'Union européenne, ou sur un système multilatéral de négociation italien, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à la Consob.

525. L'articulation des trois délits : Du fait de ces trois champs répressifs différents, il ne devrait pas y avoir de chevauchements entre les divers délits. En particulier, entre le délit d'agiotage de l'article 2637 du Code civil italien et celui de manipulations de marché de l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, il n'y a aucune possibilité que le champ de la première infraction recoupe celui de la seconde, étant donné que la première concerne les marchés hors cote et que la seconde regarde les marchés règlementés ou les systèmes multilatéraux de négociation. D'ailleurs,

[710] Texte original : « *Del lavoro* » (intitulé du livre V, C. civ. it.).

[711] Texte original : « *Disposizioni penali in materia di società e consorzi* » (Titre XI, Livre V, C. civ. it.).

[712] Texte original : « *strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato* » (art. 2637, C. civ. it.).

certains auteurs italiens affirment que, de ce fait, l'article 185 du texte unique serait spécial par rapport à la disposition codifiée[713].

526. Les incertitudes persistantes relativement aux manipulations de marché ayant trait aux quotas d'émission de gaz à effet de serre : Si la réunion des trois infractions permet d'appréhender de façon très large les manipulations de marché susceptibles d'être commises, se pose malgré tout la question de savoir si les opérations qui portent sur les quotas d'émission de gaz à effet de serre peuvent être incluses dans le champ de la répression italienne. Ces produits peuvent faire l'objet d'une cotation, dès lors ils ne pourraient tomber sous le coup de l'article 2637 du Code civil italien. Par ailleurs, les quotas d'émission ne font pas partie des catégories de valeurs mobilières susceptibles d'être négociées au sein des bourses de commerce ou sur le marché public. Ils sont négociés sur des plateformes assimilées à des marchés réglementés mais qui n'en sont pas *stricto sensu* : en réalité, il s'agit d'un marché organisé et géré par le « *Gestionnaire des Marchés Énergétiques* »[714]. Néanmoins, l'article 185, par référence à l'article 180, alinéa 1er, a), 2), concerne aussi les systèmes multilatéraux de négociation organisés ou non, c'est-à-dire des plateformes d'échange qui organisent la rencontre d'un ou plusieurs intérêts acheteurs et vendeurs, ce que constitue le marché des unités d'émission de gaz à effet de serre italien[715]. Dès lors, les manœuvres frauduleuses ayant

---

[713] Beatrice MAGRO explique que « la manipulation de marché introduite par l'article 185 du TUF est une disposition spéciale, de par son objet matériel, par rapport à la conduite d'agiotage financier insérée à l'article 2637 du Code civil. En effet, l'article 185 concerne l'hypothèse spécifique de la manipulation de marché commise sur des instruments financiers négociés ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé italien a été présentée » ; texte original : « *la manipolazione del mercato introdotta nell'art. 185 t.u.f. è norma speciale, quanto all'oggetto materiale, rispetto alla figura di aggiotaggio finanziario contenuto nell'art. 2637 c.c. Infatti l'art. 185 concerne l'ipotesi specifica di manipolazioni su strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato italiano* », *in* « *Price manipulation* e contratti con opzione *put barrier* », nota a Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, C. ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, spéc. 846-847.
Egalement en ce sens, Daniela GOLDONI, « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, spéc. p. 285.

[714] Art. 2.1, *s*) del Regolamento del mercato delle unità di emissione dei gas ad effetto serra, aggiornato del 6 marzo 2014.

[715] L'article 2.1, *cc*) du même règlement définit le terme « transaction » (texte original : « *transazione* ») relativement à ce marché comme « *le résultat du matching entre une ou plusieurs propositions de négociation à l'achat et une ou plusieurs propositions de négociation à la vente* » ; texte original : « *l'esito*

pour objet ces unités devraient *a priori* pouvoir être sanctionnées par le biais de la contravention prévue à l'article 185, alinéa 2-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière qui vise de façon résiduelle des infractions commises sur les systèmes multilatéraux de négociation. Afin de dissiper les incertitudes relatives à ces actifs particuliers, il serait souhaitable que le législateur italien intervienne au plus vite.

Paragraphe 2. L'extension récente du domaine de répression des manipulations de marché françaises

527. Les manipulations de cours françaises sont-elles applicables aux marchés non règlementés ? : Juliette MEADEL considérait que le délit de manipulation de cours s'appliquait aussi aux marchés non règlementés « ceux-ci étant visés implicitement par la référence faite 'au fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers' »[716], puisque l'article L. 465-2, alinéa 1er du Code monétaire et financier ne donnait aucune autre précision dans sa version antérieure à la loi dite « Breton » du 26 juillet 2005. Une telle interprétation ne semblait pas erronée étant donné que cette disposition est insérée dans un titre VI intitulé « *Dispositions pénales* », intégré au sein d'un livre IV nommé « *Les marchés* » sans autre limitation, lequel livre présente tant les marchés règlementés, que les systèmes multilatéraux de négociation et les internalisateurs systématiques.

Cependant, cette interprétation extensive a été contredite du fait de la modification opérée par l'article 30 de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005[717] : depuis l'adoption de ce texte, l'article L. 465-2, alinéa 1er du Code monétaire et financier consacré aux manipulations de cours vise expressément le « *fonctionnement régulier d'un marché règlementé* ». Aujourd'hui, sont également concernés les systèmes multilatéraux de négociation ajoutés par la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013[718]. En l'absence d'indication

---

risultante dall'abbinamento di una o più proposte di negoziazione in acquisto con una o più proposte di negoziazione in vendita ».

[716] Juliette MEADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 478, 2007, p. 327.

[717] 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.

[718] Loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0173 du 27 juil. 2013, p. 12530.

contraire, il semblerait indifférent que les systèmes multilatéraux en question soient organisés ou non.

528. Le large domaine d'application du délit français de diffusion d'informations fausses ou trompeuses : Étrangement, l'alinéa 2 de la même disposition qui réprime les diffusions d'informations fausses ou trompeuses, mentionne expressément « *un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations* » et « *un système multilatéral de négociation* », ce qui paraît induire qu'il concerne lui aussi bien les systèmes multilatéraux organisés et ceux qui le sont pas[719]. De même, sont visées à l'article L 465-2-1 du Code monétaire et financier les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations qui portent sur les indices de référence, c'est-à-dire sur « *toute donnée diffusée calculée à partir de la valeur ou du prix, constaté ou estimé, d'un ou plusieurs sous-jacents, d'un ou plusieurs taux d'intérêt constatés ou estimés, ou de toute autre valeur ou mesure, et par référence à laquelle est déterminé le montant payable au titre d'un instrument financier ou la valeur d'un instrument financier* ». Cette disposition se rapproche de celle contenue à l'article 3, paragraphe 1, 29), du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[720], mais il manque toutefois la référence à la périodicité de la publication et du calcul dudit indice[721].

L'article L. 465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier, évoque également les informations qui ont trait aux quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits mis aux enchères basés sur ces derniers, ainsi que les « *contrat[s] commerci[aux] relatif[s] à des marchandises et lié[s] à un ou plusieurs des instruments mentionnés*

---

[719] *Contra* : Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 210.

[720] 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.

[721] L'article 3, par. 1, 29) définit l'indice de référence comme « *tout taux, indice ou chiffre mis à la disposition du public ou publié, qui est déterminé périodiquement ou régulièrement par application d'une formule, ou sur la base de la valeur d'un ou de plusieurs actifs ou prix sous-jacents, y compris des estimations de prix, de taux d'intérêt ou d'autres valeurs réels ou estimés, ou des données d'enquêtes, et par référence auquel est déterminé le montant à verser au titre d'un instrument financier ou la valeur d'un instrument financier* ».

précédemment de nature à agir sur les cours desdits instruments ou actifs ». L'ensemble de ces produits ne figure pas au premier alinéa ; dès lors, le champ d'application des manipulations de cours et des diffusions d'informations fausses ou trompeuses paraissent aujourd'hui inégaux, ce qui semble indiquer que les deux conduites constituent bien des infractions distinctes. Cette différence de champs d'application entre les infractions, mais également au regard des délits d'abus d'informations privilégiées, fait perdre de sa cohérence au système français de répression pénale des abus de marché, même s'il permet de mettre en conformité le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses avec les exigences européennes[722].

529. Le champ d'application des manipulations de cours de type administratif : Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers semble poser un domaine à peine plus vaste pour les manquements administratifs correspondants, puisque l'article 611-1 vise les instruments financiers admis aux négociations sur un marché règlementé ou pour lesquels une requête d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée ; les instruments financiers admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation ; les instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée ; les opérations portant sur ces instruments, que celles-ci aient été effectivement exécutées ou non sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé ; et enfin les instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé, mais dont la valeur dépend d'un instrument financier admis aux négociations sur un tel marché ou système. Le champ d'application de cette disposition apparaît légèrement plus restreint que celui posé à l'article 2 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[723], qui ne distingue pas entre les systèmes multilatéraux de négociation

[722] V. le champ d'application de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014, délimité par l'article 1er de ce texte (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).

[723] 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.

organisés et ceux qui ne le sont pas. Sont enfin visés les quotas d'émission de gaz à effet de serre aux articles 743-1 et 743-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le premier se référant aux manipulations de cours et le second aux diffusions d'informations fausses ou trompeuses.

Section 2. Le rapprochement récent des critères français et italiens de définition des manipulations de marché

530. Description sommaire des manipulations de marché : Les manipulations de marché sont susceptibles de concerner des conduites très hétérogènes, mais qui restent toutes caractérisées par la volonté de leur auteur d'induire le marché en erreur, par la mise en œuvre de « stratagèmes » susceptibles de provoquer une altération des cours, ou par la tromperie qui peut se traduire par la diffusion d'informations inexactes ou mensongères. À l'image des difficultés rencontrées pour les abus d'informations privilégiées, l'élément intellectuel n'est pas clairement défini pour les manquements administratifs. De ce fait, la nature purement objective invoquée par la doctrine française et l'Autorité de marché elle-même, tout comme la nature non intentionnelle des manquements susceptibles de donner lieu au prononcé de sanctions administratives, devront être remises en cause au moins en ce qui concerne les manipulations de marché en la forme des manœuvres frauduleuses.
Par conséquent, l'analyse de la conduite matérielle de ces infractions (Paragraphe 1) précédera celle de la psychologie de leurs auteurs (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. L'élément matériel des manipulations de marché

531. La forme duale des manipulations de marché : Les manipulations de marché au sens de l'article 5 de la directive n° 2014/57/UE et de l'article 12 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 visent deux catégories principales de conduites : d'une part, celles qui consistent à effectuer des transactions sur les différents marchés en ayant pour objectif d'altérer le processus naturel de formation des prix et d'autre part, celles qui résident dans la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, là encore dans le but de tromper les investisseurs, afin de les amener à réaliser une opération dans un sens déterminé. Les deux types de conduites sont également distingués au sein

du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui sanctionne les premières à l'article 631-1 et les secondes à l'article 632-1, et dans les deux alinéas de l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier. Ces comportements sont en revanche regroupés sous la même dénomination de « *manipulations de marché* » au sein des articles 185 et 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière italien.
Bien qu'elles puissent correspondre aux modalités d'une même infraction, elles seront étudiées distinctement, en premier lieu parce que leurs formes matérielles diffèrent amplement et en second lieu, parce que leurs éléments intellectuels pourraient s'avérer distincts dans quelques hypothèses. L'étude de la diffusion d'informations inexactes ou mensongères (A) précédera celle des manipulations boursières (B).

A- L'unicité de la conduite de diffusion d'informations fausses ou trompeuses

532. La diffusion dans le public ou la communication de l'information : L'article 5, paragraphe 2 *c*) de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[724] et l'article 12, paragraphe 1er du règlement (UE) n° 596/2014 du même jour[725] évoquent le fait de « *diffuser des informations par l'intermédiaire des médias* », ce qui suppose la transmission à une masse indéterminée d'individus. Tous les délits visent le comportement de « diffusion » : les articles 185 et 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière et 2637 du Code civil italien emploient le verbe « *diffondere* ». Les articles 632-1, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et l'article 743-3 du même texte, spécifique aux transactions relatives aux quotas d'émission de gaz à effet de serre mentionnent eux aussi le terme « diffuser ». Quant à l'article 501 du Code pénal italien, il utilise le verbe « *divulgare* » dont le sens peut être assimilé à celui du verbe « *diffondere* ». De même, l'article L. 465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier vise le fait de « *répandre ou de tenter de répandre dans le public* » des informations, et semble donc exiger que l'information soit accessible

[724] 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.
[725] 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.

à plusieurs personnes par quelque moyen que ce soit. Le plus naturel réside évidemment dans Internet, visé expressément dans les articles 5, paragraphe 2 de la directive européenne du 16 avril 2014 et 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière, qui permet d'atteindre un nombre de personnes très élevé.

533. La distinction entre diffusion et communication : En tout état de cause, la doctrine et la jurisprudence italienne expliquent que « **Ne constitue pas une divulgation, la communication faite de manière confidentielle à une seule personne ou à un nombre très restreint de personnes** »[726]. Une telle position est en conformité avec les prévisions de l'article 5, paragraphe 2, c) de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[727] qui réprime le fait de « *diffuser des informations, par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen* ». Cette solution est partagée par les juges français qui considèrent que l'exigence de diffusion n'est pas satisfaite lorsque l'information est portée à la connaissance des membres d'un conseil d'administration. Dès lors, la diffusion doit être différenciée de la communication[728]. L'article 632-1, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers confirme la divergence de signification en distinguant le fait de « *communiquer* » et de « *diffuser* » les fausses informations, le premier terme semblant se référer à une transmission de l'information à une ou plusieurs personnes déterminées, alors que le second fait écho à une divulgation à une masse indéterminée de personnes. Cette dualité de comportements rappelle celle contenue aux articles 5, paragraphe 2, d) de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 et 12, paragraphe 1er, d) du règlement (UE) n° 596/2014 du même jour[729] qui, à propos des indices de référence, évoquent le fait de « *transmettre des informations* » et de « *fournir des données* ». De même, relativement aux indices de

---

[726] Texte original : « ***Non è divulgazione la comunicazione fatta in via riservata ad una personna o a un numero ristrettissimo di persone*** », Francesco ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte speciale – II* (a cura di Carlo Federico GROSSO), Milano, Giuffrè editore, 15ª ed., 2008, spéc. p. 173.

[727] 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.

[728] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 257.

[729] 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.

référence, les articles 5, paragraphe 2, *d*) de la directive européenne et 12, paragraphe 1er, *d*) du règlement du 16 avril 2014, les textes évoquent le fait de « *transmettre des informations* » et de « *fournir des données* »[730], ce qui paraît caractériser à nouveau la différence entre une divulgation à un nombre indifférent d'individus et celle adressée à une ou plusieurs personnes spécifiques. Quant à l'article L. 465-2-1, relatif aux indices de référence, réprime de façon très générique le fait de « *transmettre* », des informations, ce qui semble pouvoir induire tant une communication orale que sur un support matériel. Enfin, la transmission d'informations à quelques personnes identifiées semble également être induite par l'article 501 du Code pénal, lequel vise le fait de « *publier* »[731], ce qui suppose que la diffusion soit réalisée par voie de presse, et le fait de « *divulguer* »[732], c'est-à-dire de procéder à une diffusion par tout autre moyen. Or, en-dehors de la publication, il paraît possible de se référer aux hypothèses de communications adressées à des destinataires précis.

534. L'indifférence des moyens utilisés pour transmettre les informations fausses ou trompeuses : Le support de diffusion ou de communication n'a pas d'incidence sur la caractérisation de l'infraction, comme le montrent les expressions « *par tout autre moyen* »[733], « *par des voies et moyens quelconques* »[734] ou « *quel que soit le support utilisé* »[735]. La même liberté caractérise l'article 632-1, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui sanctionne la communication ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses « *quel que soit le support utilisé* », mais aussi l'article 743-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, relatif aux quotas d'émission de gaz à effet de serre, qui mentionne la diffusion « *que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont internet) ou par tout autre moyen* ». Cette thèse est confortée par les autres dispositions[736] dans lesquelles aucune indication n'est fournie quant aux moyens à utiliser pour la transmission ou la communication.

---

[730] Les deux formulations sont reprises à l'article 632-1, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers dans sa version issue de l'arrêté du 5 juin 2014 (portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0136 du 14 juin 2014, p. 9903).

[731] Texte original : « *pubblica* » (art. 501, al. 1er, C. pén. it.).

[732] Texte original : « *divulga* » (art. 501, al. 1er, C. pén. it.).

[733] Art. 5, par. 2, c) de la directive et art. 12, par. 1, c) du règlement du 16 avr. 2014.

[734] Art. L. 465-2, al. 2, RG AMF.

[735] Art. 632-1, al. 2, RG AMF.

[736] Art. 184 et 187-ter, TUF ; art. 2637 C. civ. it. et 501, C. pén. it. qui vise la divulgation « *autrement* ».

Par conséquent, la diffusion peut être accomplie par voie de presse, par Internet[737], par une conférence de presse[738], par le biais de la télévision ou de la radio, par la publication de comptes annuels[739]. Le manquement administratif s'applique également, selon les prévisions expresses de l'article 632-1, alinéa 5 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, aux communications effectuées dans le cadre des « offres au public de titres financiers », c'est-à-dire lorsque les informations sont diffusées par le biais d'un prospectus.

535. L'objet des renseignements publiés en droit européen : Il s'agit avant tout d'« *informations* », c'est-à-dire de renseignements précis et objectifs[740]. Toutefois, les comportements susceptibles de donner lieu à des sanctions administratives incluent également les rumeurs[741], c'est-à-dire les indications douteuses ou dont la fiabilité n'est pas confirmée. Quant à l'objet de ces renseignements plus ou moins avérés, ils doivent viser « *l'offre, la demande ou le cours d'un instruments financier ou d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié* »[742], ou « *un indice de référence* »[743]. Relativement aux conduites de diffusion d'informations fausses ou trompeuses susceptibles de donner lieu à des sanctions administratives, les renseignements divulgués ou répandus peuvent également concerner les « *produits mis aux enchères sur la base des quotas d'émission* »[744].

536. L'objet des informations divulguées en droit français : En France, sont concernées par la répression pénale les informations portant sur des éléments très proches de ceux des informations privilégiées objet des délits d'utilisation ou de communication illicite. Autrement dit, en vertu de l'article L. 465-2, alinéa 2 du Code

---

[737] V. pour une diffusion par courrier électronique à un grand nombre de personnes : Déc. AMF, 15 fév. 2007, *MM. Thierry Boutin, Olivier Baudouin et Laurent Skrypczak*.

[738] Trib. Milano, sez. pen. I, n. 10465/04 RG n.r.

[739] Cass. crim., 4 nov. 2004, n° 03-82777, inédit.

[740] Art. L. 465-2, al. 2, C. mon. fin. ; art. 2367, C. civ. it. et 501, C. pén. it. qui visent les « *notizie* » ; art. 185, al. 1er, TUF qui mentionne le « *notizie* ».
De même, les articles 187-*ter*, al. 1er, TUF évoque « *le notizie* » (« les nouvelles ») et « *le informazioni* ».

[741] Art. 12, al. 1er, c) du règlement européen du 16 avr. 2014 ; art. 632-1, al. 1er, et 743-3, RG AMF et art. 187-*ter*, al. 1er, TUF qui emploie le terme « *voci* ».

[742] Art. 5, par. 2, c), directive du 16 avr. 2014 et art. 12, par. 1er, c) du règlement du 16 avr. 2014.

[743] Art. 5, par. 2, d), directive du 16 avr. 2014 et art. 12, par. 1er, d) du règlement du 16 avr. 2014.

[744] Art. 12, par. 1er, c) du règlement du 16 avr. 2014.

monétaire et financier, il s'agit des informations relatives « *aux perspectives ou à la situation des émetteurs* » ou de ses titres, lorsqu'ils sont admis aux négociations sur un marché règlementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée ou acceptée par l'autorité compétente. La nature de l'information importe peu, en ce sens qu'elle peut correspondre à des informations économiques, financières ou sociales, telles que celles qui portent sur l'état de la trésorerie, sur la structure du capital, sur l'établissement d'un procédé de fabrication, sur les relations d'affaires unissant deux sociétés. Elles concernent également les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits mis aux enchères et basés sur ces derniers[745], ainsi que les « *contrat*[*s*] *commerci*[*aux*] *relatif*[*s*] *à des marchandises et lié*[*s*] *à un ou plusieurs des instruments mentionnés précédemment* ». Dès lors, l'objet des informations visées dans le délit français rejoint celui délimité par les autorités européennes, y compris en ce qui concerne les indices de référence, mentionnés à l'article L. 465-2-1 du Code monétaire et financier et dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers[746] aux côtés des instruments financiers à peine cités[747].

537. L'objet des renseignements diffusés en droit italien : L'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière sanctionne « *quiconque diffuse des informations* »[748], sans aucune autre indication. Dès lors, l'objet de ces renseignements n'est pas défini. Toutefois, il a été expliqué que l'article 180 de ce texte délimite le champ d'application des différentes infractions et que celui-ci englobe les instruments financiers négociés sur les marchés réglementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation, ou encore ceux pour lesquels une requête d'admission aux négociations sur de telles plateformes a été présentée à la Consob ou acceptée par elle. Par ailleurs, étant donné que les informations visées doivent être susceptibles d'altérer sensiblement le cours de ces instruments, il semblerait qu'elles doivent être étroitement liées à ces derniers, ou au moins aux sociétés qui les émettent. En revanche, l'article 187-*ter*, alinéa 1er, *a*) du même texte évoque de façon plus précise les « *informations, rumeurs ou*

[745] Dans le cadre du manquement administratif, les quotas d'émission sont mentionnés à l'article 743-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
[746] Art. 632-1, al. 2, RG AMF.
[747] Art. 632-1, al. 1er, RG AMF.
[748] Texte original : « *Chiunque diffonde notizie* » (art. 185, al. 1er, TUF).

nouvelles qui fournissent ou sont susceptibles de fournir des indications fausses ou trompeuses à propos d'instruments financiers »[749]. Là encore, la notion d'« instruments financiers » est celle explicitée à l'article 180 ci-dessus mentionné. Bizarrement, ne sont visés que les instruments financiers, et non pas les émetteurs. Par ailleurs, il n'est pas non plus précisé si les informations doivent être en lien direct ou non avec les titres concernés. Au vu de l'élargissement croissant de la répression, il convient d'opter pour une conception extensive des informations ou nouvelles, dès lors qu'elles sont susceptibles de fournir des indications fausses ou trompeuses relativement aux instruments financiers qu'elles concernent.

Quant aux infractions qui se trouvent hors le texte unique en matière d'intermédiation financière, l'article 2637 du Code civil italien exige que les informations diffusées soient susceptibles de provoquer une altération sensible du cours des instruments financiers non cotés ou pour lesquels il n'a été présenté aucune requête d'admission aux négociations sur un marché réglementé. Par conséquent, à l'image de ce qui a été expliqué pour le délit de l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, il semblerait qu'il faille que les renseignements publiés regardent de façon plus ou moins directe lesdits titres, afin éventuellement d'altérer l'évolution normale de leur cour. Enfin, relativement à l'article 501 du Code pénal italien, les informations communiquées au public doivent se référer aux actifs négociés sur le marché public italien ou dans les bourses de commerce.

538. Le caractère faux des informations répandues : Les articles L. 465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier et l'article 632-1, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les deux dispositions française de natures législative[750] et règlementaire[751] ayant trait aux indices de référence, ainsi que celle qui concernent les quotas d'émission de gaz à effet de serre[752], utilisent l'adjectif « fausses » pour qualifier les infractions diffusées. Il en est de même pour l'article 185, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière[753], et pour les articles 5, paragraphe 2, d) de la

[749] Texte original : « *informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari* » (art. 187-*ter*, al. 1er, TUF).
[750] L. 465-2-1, al. 1er, C. mon. fin.
[751] Art. L. 632-1, al. 2, RG AMF.
[752] Art. L. 465-2, al. 2, C. mon. fin. et art. 743-3, alinéa 1er, RG AMF.
[753] L'adjectif employé par l'article 185, alinéa 1er du texte unique est « *false* ».

directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[754] et à l'article 12, paragraphe 1, d) du règlement (UE) n° 2014/596 tous deux relatifs aux indices de référence.
Ce terme est également utilisé dans les textes relatifs aux manquements administratifs français et italiens des articles 632-1, alinéa 1er et 187-*ter*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière, ainsi qu'à l'article 5, paragraphe 2, c) de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 et à l'article 12, paragraphe 1, c) du règlement (UE) n° 2014/596[755] : cependant, dans ses dernières dispositions, l'adjectif « fausses » ne se réfère pas directement aux informations diffusées, mais aux indications fournies par ces informations. Toutefois, pour qu'un renseignement fournisse des indications fausses ou trompeuses, il doit *a priori* contenir lui-même des éléments erronés, ou exacts mais rédigés de façon à masquer le sens réel du message délivré. Le caractère « *faux* » résulte donc d'une altération de la vérité, c'est-à-dire d'une représentation qui n'est pas conforme à la réalité[756]. Les adjectifs « *inexactes* »[757] et « *mensongères* » constituent des synonymes. En cela, les informations fausses se distinguent de celles qui sont simplement trompeuses.

539. Le caractère trompeur des informations portées à la connaissance du public : L'emploi de l'adjectif « *trompeuses* » suit le même schéma que l'utilisation du terme « *fausses* », en ce sens qu'il concerne parfois directement les informations, et d'autre fois les indications fournies par ces renseignements. L'adjectif « *trompeuses* » correspond à l'adjectif italien « *tendancieuses* »[758]. Tous ces mots font référence à des informations qui élargissent ou, au contraire, diminuent la portée d'une information[759], ou qui sont

[754] 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.
[755] 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.
[756] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 211.
[757] Art. 632-1, al. 1er, RG AMF.
[758] Texte original : « *tendenziose* » (art. 501, al. 1er, C. pén. it).
[759] Francesco ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte speciale – II* (a cura di Carlo Federico GROSSO), Milano, Giuffrè editore, 15ª ed., 2008, spéc. p. 173.

rédigées de manière à créer un équivoque[760] dans l'esprit des investisseurs. Les informations trompeuses peuvent donc également englober les renseignements imprécis[761], tronqués[762] ou exagérés[763]. Cette hypothèse est confirmée par une partie de la doctrine italienne. A titre d'exemple, Béatrice MAGRO a affirmé que « L'exagération a trait à une altération quantitative des éléments essentiels des faits [objets de l'information], alors que le caractère tendancieux fait référence à une capacité suggestive et globalement trompeuse d'informations, également fondées sur des données réelles »[764]. Enfin, le caractère trompeur de l'information peut résulter de l'absence de cohérence de cette dernière avec les renseignements diffusés précédemment : dès lors, une contradiction entre deux communiqués est susceptible d'entraîner la qualification d'informaiton trompeuse[765].

540. La précision des informations diffusées dans le cadre du délit pénal : L'objet et les caractères de ces dernières ayant été définis, il convient d'ajouter qu'il est nécessaire que les informations communiquées soient précises[766]. Il semblerait que le degré de précision requis ne soit pas si différent de celui exigé pour la caractérisation d'une

---

760 Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 215.

761 V. pour exemple, Déc. AMF, 16 nov. 2006, *Société Cyber Press Publishing et de M. Marc Andersen* ; *Dr. soc.* juil. 2007, n° 7, comm. 140, Thierry BONNEAU : « aucun élément objectif n'a été rapporté permettant de justifier qu'une appréciation positive soit portée sur le niveau d'activité ou la rentabilité d'exploitation ; que cette mention a eu pour effet, aux yeux du public, d'atténuer la portée de l'information relative au caractère décevant des résultats et de donner une image positive artificielle de l'état financier de la société CYBER PRESS PUBLISHING ; que, dès lors, l'information portée à la connaissance du public revêtait un caractère inexact et trompeur ; Considérant que se trouve ainsi caractérisé le grief tiré du caractère imprécis, inexact et trompeur du communiqué du 8 avril 2005 à l'encontre de la société CYBER PRESS PUBLISHING et de son Président directeur général à l'époque des faits, M. Marc ANDERSEN ».

762 V. pour exemple, Déc. AMF, 24 mai 2007, *Société Rhodia*.

Dans le même sens, Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *op. cit.*, p. 215

763 L'article 501, alinéa 1er du Code pénal italien emploie d'ailleurs, aux côtés de l'adjectif « *false* », le terme « *esagerate* ».

764 Texte original : « ***L'esagerazione attiene ad una alterazione quantitativa di elementi essenziali del fatto, mentre la tendenziosità si riferisce ad una capacità suggestiva e complessivamente ingannatoria di notizie anche fondate su dati reali*** », Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) », *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 684.

765 Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *op. cit.*, p. 216.

766 « Diffusion de fausses informations et manipulation de cours », *Droit de la bourse et des marchés financiers*, Soficom éditions, 1996, p. 12 ; Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *op. cit.*, p. 215.

information privilégiée. Pour cette dernière, il a été expliqué que la précision induit pour l'investisseur la possibilité de conclure qu'une modification des cours surviendra probablement suite à la publication de ladite information[767] ; il a également été expliqué en quoi la sensibilité est liée à la possibilité pour celui-ci d'évaluer avec une certaine probabilité le sens de la variation des cours suite à la publication de l'information privilégiée[768] : il apparaît en effet logique qu'un individu opère sur le marché seulement s'il a la possibilité d'anticiper les conséquences de ses choix. Une situation analogue se présente dans le cadre de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses : la précision de ces dernières est imposée, parce qu'elles doivent être de nature à convaincre les investisseurs de procéder à une transaction déterminée. Pour cela, il est donc indispensable que les renseignements portés à la connaissance du public soient clairs, et qu'ils s'agissent de véritables renseignements et non de simples rumeurs[769] lesquelles entrent en revanche dans le champ d'application du manquement administratif correspondant[770].

541. La diffusion d'informations fausses ou trompeuses et le silence gardé : Le manquement administratif à la bonne information du public peut être caractérisé par le silence relatif à une information. Ainsi, à titre d'exemple, un dirigeant qui tait une information fondamentale pour évaluer la situation financière de son entreprise pourra se voir imputer, dans le cadre d'une procédure devant l'Autorité des marchés financiers, un tel manquement et être frappé d'une sanction administrative[771]. Les juges répressifs français retiennent une solution contraire[772]. Il en est de même pour une certaine partie de la doctrine française, pour laquelle la diffusion ou la communication

[767] Cf. *infra* §§ 377-378, pp. 76-77 des présents travaux.

[768] Cf. les développements relatifs à la persistance de la distinction entre précision et sensibilité de l'information privilégiée, § 382, pp. 80-81.

[769] Nicolas RONTCHEVSKY, « Le délit de fausse information du marché », *Lamy Droit pénal des affaires*, 2015, § 2090, p. 735.

[770] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 208.

[771] COB, déc. 14 janv. 1992, *Bull.* COB janv. 1992, n° 254, p. 52.

[772] Cass. crim., 16 nov. 2005, n° 04-85815, inédit : « [...] si ces omissions n'étaient pas suffisantes pour caractériser le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses visé par le réquisitoire, il appartenait au juge d'instruction, saisi *in rem* et non par les qualifications pénales provisoires, de rechercher si ces faits d'omission ne caractérisaient pas une autre infraction pénale ».

excluent nécessairement les comportements d'abstention[773]. La doctrine italienne partage elle aussi cet avis, mais en revanche elle estime, soutenue en ce sens par la jurisprudence, que l'absention constituée par le silence d'un émetteur, par exemple relativement à un évènement capital qui pourrait influencer le marché, serait appréhendable sous la qualification de manipulation de cours[774].

542. Les effets potentiels des informations diffusées dans le cadre des abus de marché européens dans leur forme pénale : Pour commencer, l'article 5, paragraphe 2 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[775] exige que les informations fausses ou trompeuses « *donnent des indications fausses ou trompeuses quant à l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié, ou qui fixent le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers ou d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié à un niveau anormal ou artificiel* ». Ces deux hypothèses semblent très proches, en ce sens que si le cours d'un instrument ou d'un actif atteint un niveau qui ne correspond pas à celui qui devrait

---

[773] Claude DUCOULOUX-FAVARD estime que « L'obligation à une interprétation stricte des textes répressifs, même de nature administrative, n'est plus à faire depuis la jurisprudence Oztürk de la Cour européenne des droits de l'homme. Aussi l'ablation qui a été pratiquée par la rédaction du nouveau texte répressif de l'article 632-1 ne permet plus à l'AMF de sanctionner par une amende la non-information d'un événement financier ayant un impact sur la vie du marché. D'autant que le terme diffusé usité, tant dans l'intitulé que dans le corps de l'article, ne permet pas de faire entrer sous l'acte de commission du manquement une abstention », *in* Claude DUCOULOUX-FAVARD, « Allègement de la répression au manquement de la bonne information financière », *D.* 7 avr. 2005, n° 14, p. 946.
Voir également en ce sens : Frédéric STASIAK qui explique que « La notion de diffusion supposant un comportement actif, la simple omission, même délibérée, de divulguer une information ne peut être pénalement appréhendée », dans son ouvrage *Droit pénal des affaires*, L.G.D.J. Lextenso éditions, 2° éd., 2009.

[774] Par exemple, Beatrice MAGRO considère que « Étant donné que le silence ne peut en aucun cas être inclus dans la conduite de diffusion d'informations fausses, qui requiert expressément un acte positif de diffusion des données fausses, la question s'est posée de savoir si celui-ci pouvait constituer une modalité de la manipulation [de cours], grâce à la précision insérée dans la formule générique d'"autres artifices"» ; texte original : « ***Dunque, atteso che il tacere non può affatto integrare la condotta di aggiotaggio informativo, che letteralmente richiede la positiva diffusione di dati informativi falsi, si è posto il problema se la condotta di omissione di informazioni possa costituire una modalità operativa di manipolazione, per la precisione inclusa nella nozione di chiusura "altri artifici"*** », Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) », *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 720.

[775] 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.

résulter du jeu naturel de l'offre et de la demande, la valeur de cet instrument ou de cet actif est erronée et représente donc une donnée biaisée pour les investisseurs qui souhaitent intervenir sur ces derniers. Toutefois, elles restent malgré tout distinctes du fait de la référence à l'offre et à la demande relatives aux actifs concernés, laquelle ferait davantage écho à l'intensité de l'activité et au volume de transactions opérées sur ces derniers.

543. Les effets potentiels des informations diffusées dans le cadre des abus de marché français et italiens dans leur forme pénale : En premier lieu, en vertu de l'article L. 465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier, les informations diffusées doivent être « *de nature à agir sur les cours des instruments financiers ou actifs* » qu'elles concernent. Toutefois aucune indication n'est fournie quant à l'intensité de l'effet susceptible d'être caractérisé : il conviendrait a priori d'exiger que lesdites informations soient de nature à générer des oscillations de cours supérieures à celles habituellement observées, afin qu'elles attirent l'attention des investisseurs potentiels.

Dans le même esprit, l'article 501 du Code pénal italien d'une part requiert que les renseignements communiqués soient « *susceptible*[s] *de causer une augmentation ou une diminution du cours* […] *des valeurs mobilières admises dans les bourses de commerce ou admises à la négociation sur le marché public* ». D'autre part, les articles 185, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière et 2637 du Code civil italien[776], supposent que l'altération des cours susceptible d'être provoquée par la révélation de l'information soit « *sensible* »[777]. Sur ce point, la jurisprudence comme la doctrine italienne s'accordent à dire que l'altération sur les cours doit être « **consistante et mesurable, donc sensible** »[778]. Certains auteurs[779] pensent que, les juges peuvent s'aider de la définition de l'information privilégiée fournie par l'article 181 du texte unique en matière d'intermédiation financière pour démontrer que l'information est de nature à

---

[776] Texte original : « *concretamente idonei a provocare* ***una sensibile alterazione*** *del prezzo* » (mis en gras par nous, art. 2637, C. civ. it.)

Texte original : « *atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo* […] *dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato* » (art. 501, C. pén. it.).

[777] Texte original : « *sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari* » (art. 185, al. 1er, TUF).

[778] Texte original : « ***consistente e misurabile, quindi sensibile*** », *in* Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) » *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 684.

[779] Beatrice MAGRO, *op. cit.*, p. 719.

agir sur les cours. Pour rappel, celui-ci dispose dans son alinéa 4, que « *L'information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer sensiblement le cours des instruments financiers, s'entend de l'information qu'un investisseur utiliserait probablement comme l'un des éléments sur lesquels fonder ses décisions d'investissement* »[780].

Pour finir, il convient de noter que les infractions prévues par les législations nationales possèdent *a priori* un champ d'application plus large que celle qui a été instituée par les autorités européennes au sein de la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014[781] et ce, pour deux raisons. Dans les ordres juridiques français et italien, les informations fausses ou trompeuses doivent seulement être de nature à provoquer les effets énumérés[782]. Au contraire, en vertu de la disposition européenne, il semblerait que du fait de l'emploi du présent de l'indicatif[783], la survenance de cet effet soit nécessaire pour que le délit soit caractérisé. De plus, ce texte paraît aussi requérir que les personnes à l'origine de la diffusion « *tirent, pour elles-mêmes ou pour une autre personne, un avantage ou un profit de la diffusion des informations en question* ». Une telle exigence réduit considérablement la portée du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, à moins que l'avantage puisse également résider dans la satisfaction personnelle que l'auteur pourrait retirer de l'altération des cours consécutive à son action. Néanmoins, il est également possible de considérer que ces deux circonstances, à savoir celle qui réside dans l'altération du cours des instruments financiers et celle qui correspond à l'avantage retiré par l'auteur de la diffusion de l'information fausse ou trompeuse, ne sont pas indispensables à la caractérisation d'une manipulation de marché, mais emportent nécessairement l'application d'une sanction pénale. La solution inverse conduirait à réduire considérablement le champ d'application de l'infraction et aboutirait à faire prévaloir le résultat de la conduite sur l'intention criminelle de l'auteur, qui réside

---

[780] Texte original : « *Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionavole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento* » (art. 181, al. 4, TUF).

[781] Art. 5, par. 2, c) de la directive n° 2014/57/UE du 16 avr. 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).

[782] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 224.

[783] L'article 5, paragraphe 2, c) de la directive du 16 avril 2014 vise en effet les informations « *qui donnent des indications fausses ou trompeuses* » ou « *qui fixent* » le cours des instruments financiers ou des actifs qu'elles concernent « *à un niveau anormal ou artificiel* ».

pourtant dans la volonté de tromper les investisseurs et de nuire à l'intégrité du marché. D'ailleurs, une telle interprétation pourrait être confortée par le fait que ces deux exigences ne sont pas posées pas pour le manquement administratif correspondant ; autrement dit, elles constitueraient davantage des critères pertinents pour la détermination de la nature de la sanction à prononcer.

544. Les conséquences éventuelles de la diffusion dans le cadre des manquements administratifs : Les articles 632-1, alinéa 1er du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et 743-3 du même texte, lequel a trait aux quotas d'émission de gaz à effet de serre, visent les informations ou rumeurs « *qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers ou sur des produits de base* »[784]. La même formulation est employée au sein de l'article 187-*ter*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière italien qui, toutefois, n'a toujours pas inséré les contrats aux comptants sur matières premières ou produits de base[785]. Dès lors, les deux textes paraissent satisfaire, au moins en partie aux exigences de l'article 12, paragraphe 1, *c*) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 qui exige que les informations « *donnent ou [soient] susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours* » des instruments financiers ou actifs qu'elles concernent. A l'image de ce qui est prévu dans la directive à l'article 5, paragraphe 2, d), les données peuvent également fixer ou être de nature à fixer « *à un niveau anormal ou artificiel le cours* » le cours de ces derniers.

545. L'incitation et la complicité de diffusion d'informations fausses ou trompeuses : L'article 6, paragraphe 2 de la directive n° 2014/57/UE[786] renvoie explicitement à l'article 5 du même texte, c'est-à-dire celui qui réprime les manipulations de marché, tant dans les modalités de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses que dans la forme des manipulations de cours. Les hypothèses de complicité pourraient correspondre aux situations dans lesquelles une personne fournit

[784] V. pour une application : Déc. AMF, 24 mai 2007, *Société Rhodia*.

[785] Texte original : « *che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari* » (art. 187-*ter*, al. 1er, TUF).

[786] 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.

à une seconde le support qui permettra la diffusion de l'information ou qui lui fera profiter de ses canaux de distribution. Plus simplement, il peut également s'agir d'un collaborateur qui participe à l'élaboration d'un communiqué contenant des renseignements inexacts ou équivoques rédigé par un dirigeant en charge de la communication financière au sein d'un émetteur. Ce collaborateur peut d'ailleurs revêtir la qualité de commissaire aux comptes.

546. La situation singulière des commissaires aux comptes : Les commissaires aux comptes sont principalement chargés de vérifier que les opérations comptables et budgétaires des sociétés n'aboutissent pas à l'élaboration d'états financiers infidèles. La responsabilité du commissaire aux comptes peut être mise en œuvre à deux titres : d'une part, en tant que coauteur si ce dernier a concrètement participé à la rédaction du contenu du bilan falsifié ; d'autre part, en tant que complice s'il atteste que les comptes sont sincères alors qu'il a conscience que lesdits documents contiennent des inexactitudes[787].

547. La tentative de diffusion d'informations fausses ou trompeuses : Elle est expressément prévue tant par l'article 6, paragraphe 2 de la directive n° 2014/57/UE que par l'article 15 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014. En France et en Italie, toutes les formes de diffusion d'informations fausses ou trompeuses sont des délits instantanés qui se consomment dès lors que la diffusion de l'information est mise en œuvre, c'est-à-dire quand les renseignements deviennent accessibles au public. La jurisprudence italienne exige que les juges déterminent avec précision le moment et le lieu auxquels la diffusion de la nouvelle survient[788].

Les hypothèses de tentative de diffusion d'informations fausses ou trompeuses semblent peu nombreuses. Il est toujours possible de faire référence à l'article 5 paragraphe 2, c) de la directive européenne qui vise la diffusion de renseignements qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours des instruments financiers qu'ils concernent. Cependant, comme cela a été suggéré à plusieurs reprises, la réalisation de cet effet ne correspondrait pas un élément constitutif de l'infraction,

[787] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, pp. 241-242.

[788] Trib. Milano, Sez. I, n. 10465/04 RG n.r.

mais à un paramètre qui permet de décider d'appliquer ou non des sanctions pénales. Dès lors, à titre d'exemple, il est possible d'envisager la transmission d'informations par le biais d'un support informatique et dont le contenu viendrait à être endommagé du fait de problèmes informatiques, ce qui empêcherait aux destinataires de prendre connaissance de ce contenu. La tentative pourrait également être caractérisée lorsque le dirigeant d'un émetteur prépare un communiqué à destination du public, mais qu'il est intercepté par un autre dirigeant qui en empêche la diffusion.

B- La multiplicité des modalités de la manipulation de marché

548. La difficulté quant à la distinction entre spéculation licite et manœuvres frauduleuses : Il est pas toujours aisé de distinguer l'opération astucieuse qui permet à son auteur de réaliser une plus-value appréciable, du comportement susceptible d'être réprimé soit par le biais de la voie pénale, soit par la mise en œuvre de poursuites administratives. Les circonstances dans lesquelles sont réalisées les transactions boursières, ainsi que le flux quotidien d'informations déversées sur les marchés, peuvent parfois influer de façon significative sur l'évolution des cours des instruments financiers et entraîner la volatilité de ces derniers. Dès lors, afin d'établir l'existence des manipulations de cours, les autorités administratives et pénales recherchent souvent la finalité poursuivie par l'opérateur au moment de son intervention sur le marché, en particulier lorsque les opérations accomplies ne présentent pas intrinsèquement un caractère frauduleux. Il est des cas où la démonstration de la licéité est facilitée, puisque les législations françaises et italiennes, sous l'influence de l'Union européenne, ont prévu des cas spécifiques dans lesquels la qualification de manipulation de marché est écartée. Les opérations frauduleuses (1) seront donc étudiées avant les transactions considérées comme licites (2).

1. Les transactions considérées comme illicites

549. Les définitions européennes fondées sur le résultat des abus de marché : Dans la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[789] et le règlement (UE) n° 2014/596 du même jour[790], les instances de l'Union européenne adoptent fréquemment une formule résiduelle pour définir les comportements susceptibles de constituer des manipulations de marché, formule conclusive peu utile qui n'était d'ailleurs pas utilisée dans la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003. Elles considèrent que doit être qualifié ainsi le fait d'« *effectuer une transaction, passer un ordre ou* ***adopter tout autre comportement*** »[791] qui donne[792] ou est susceptible de donner[793] des indications fausses ou trompeuses relativement à un instrument financier ou à un contrat au comptant sur matière première qui y est lié, ou qui fixe[794] ou est susceptible de fixer[795] à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou plusieurs produits financiers à peine visés. L'expression générique « *adopter tout comportement* » pouvait sans aucun doute comprendre le fait d'effectuer une transaction ou de passer un ordre, spécifiquement mentionnés, mais le détail de la disposition est sûrement destiné à préciser les éléments constitutifs des abus de marché qui devront être sanctionnés en application de la directive et du règlement européens du 16 avril 2014, afin de respecter les exigences de clarté et de précision des normes imposées en droit pénal. Quant aux comportements qui ne relèvent d'aucune des deux catégories précédentes, mais qui peuvent tout de même être visés dans la formule résiduelle, ceux-ci correspondent sans doute à des hypothèses de cession d'instruments financiers à titre gratuit par exemple, d'autant plus que le terme « *transaction* » semble au contraire induire une opération à titre onéreux.

---

[789] 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.

[790] 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.

[791] Mis en gras par nous. Art. 5, 2), *a*) de la directive.

[792] Art. 5, 2), *a*), *i*) de la.

[793] Art. 5, 2), *a*), *i*) de la directive et art. 12, 1), *a*), *i*) du règlement.

[794] Art. 5, 2), *a*), *ii*) de la même directive.

[795] Art. 5, 2), *a*), *ii*) de la directive et art. 12, 1), *a*), *ii*) du règlement.

550. Les définitions européennes fondées sur les modalités de réalisation des abus de marché : De même, constitue une manipulation de cours le fait d'« *effectuer une transaction, passer un ordre,* ***exercer toute autre activité ou adopter tout autre comportement*** *affectant*[796] [ou « *influençant ou étant susceptible d'influencer* »[797]] *le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers ou d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié,* ***en ayant recours à ces procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice*** »[798]. Là encore, il est possible de retrouver une formule résiduelle, double cette fois-ci. Il n'y a avait probablement aucun intérêt à viser à la fois l'exercice de « *toute autre activité* » et l'adoption de « *tout autre comportement* », puisque les deux expressions semblent pouvoir recouvrir les mêmes conduites. Les verbes « affecter » et « influencer » utilisés respectivement par la directive et le règlement du 16 avril 2014 paraissent pouvoir être considérés comme équivalents, dans le sens où tous deux se réfèrent à l'altération réelle ou potentielle du cours des produits financiers objet de la manipulation. Quant aux termes « *tromperie* », « *artifice* » et « *procédés fictifs* », ils sont tous étroitement liés : alors que la tromperie paraît constituer la finalité du comportement, à savoir induire les opérateurs en erreur, les procédés fictifs et l'artifice représentent les moyens pouvant être utilisés pour atteindre cet objectif soit en créant une nouvelle « réalité » pour les premiers, soit en déguisant ou en camouflant une réalité préexistante pour le second.

Dans cette catégorie, il est également possible d'inclure la conduite des personnes qui consiste à émettre un avis sur un instrument financier ou un actif, sur lequel elles ont préalablement pris des positions, « *sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace ce conflit d'intérêts* »[799].

551. La technique de la « bouilloire » : Un exemple singulier de manipulation de marché réside dans une pratique appelée familièrement « technique de la bouilloire ». Celle-ci peut être définie comme « la conduite de celui qui fait augmenter la valeur des instruments financiers grâce à des achats effectifs à des prix croissants, de façon à provoquer 'une bulle spéculative', destinée à éclater rapidement immédiatement

[796] Mis en gras par nous. Art. 5, 2), *b*) de la directive.

[797] Art. 12, 1), *b*) du règlement.

[798] Mis en gras par nous. Art. 5, 2), *b*) de la directive et art. 12, 1), *b*) du règlement.

[799] Art. 12, par. 2, d) du européen règlement du 16 avr. 2014.

après que le manipulateur vend les titres précédemment acquis, entraînant ainsi un préjudice grave pour ceux qui, ayant exploité l'augmentation des cours, avaient investi dans ses instruments »[800]. La Cour de cassation a pu sanctionner une telle conduite dans un arrêt du 28 janvier 2009[801].

552. La distinction entre les deux séries de manipulations de marché : Les deux catégories de manipulations de marché à peine évoquées, si elles se ressemblent, ne sont pas totalement identiques : celle des articles 5, 2), *a*), *i*) de la directive et 12, 1), *a*), *i*) du règlement du 16 avril 2014 réprime une conduite en fonction du résultat qu'elle a produit ou qu'elle est susceptible de produire, c'est-à-dire le fait de donner des indications fausses ou trompeuses au marché relativement aux instruments financiers qu'elle concerne ou le fait de fixer les cours à un niveau artificiel ou anormal ; en revanche, celle des articles 5, 2), *a*), *ii*) et 12, 1), *a*), *ii*) des mêmes textes se réfère davantage aux moyens mis en œuvre pour affecter le cours des instruments financiers, à savoir les artifices ou les procédés fictifs. En réalité, de nombreux comportements ont été repris de l'article 1, 2) de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[802], ainsi que des articles 4 et 5 de la directive n° 2003/104/CE du 22 décembre 2003[803].

553. Les définitions européennes qui combinent les références aux moyens employés et aux résultats des abus de marché : L'article 12, paragraphe 2, a) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[804] mentionne « *le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes* ***agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante*** *sur l'offre ou la demande d'un instrument financier, de contrats au comptant sur matières premières qui lui sont liés ou de produits mis aux enchères basés sur des*

---

[800] Beatrice MAGRO, « *Price manipulation* e contratti con opzione *put barrier* », nota a Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, spéc. p. 865.

[801] Cass. crim., 28 janv. 2009, n° 07-81674, *Société Fideuram Wargny*.

[802] Directive n° 2003/6/CE du 28 janv. 2003 précitée.

[803] Directive n° 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.

[804] 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.

quotas d'émission, ***avec pour effet, réel ou potentiel, la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création, réelle ou potentielle, d'autres conditions de transaction inéquitables*** »[805]. Est également visé le fait de passer des ordres de bourse lors de l'ouverture ou de la clôture[806] de la séance boursière, dans le but d'induire en erreur les opérateurs qui agissent sur la base des cours affichés à ces deux moments spécifiques[807]. Ce dernier comportement vaut également pour les offres réalisées relativement aux produits basés sur les quotas d'émission de gaz à effet de serre et mis aux enchères[808].

L'Union européenne a également tenu compte du développement de la pratique du *trading* à haute fréquence, en imposant à l'article 12, paragraphe 2, c) du même règlement la sanction du fait de « *le fait de passer des ordres à une plate-forme de négociation, y compris d'annuler ou de modifier ces ordres,* ***en ayant recours à tout moyen disponible de*** **trading***, y compris des moyens électroniques, tels que les stratégies de trading algorithmiques et à haute fréquence lorsque cela a l'un des effets visés au paragraphe 1, point a) ou b)* »[809]. Sont notamment mentionnés le fait « [de perturber ou de retarder] *le fonctionnement du système de négociation de la plateforme* », de « [compliquer] *la reconnaissance par d'autres personnes des véritables ordres dans le système de négociation* » ou « d'[émettre] *des ordres visant à initier ou à exacerber une tendance* ».

Toutes les conduites partagent un point commun : celui de venir altérer ou masquer les informations qui devraient naturellement pouvoir être tirées de l'évolution des cours des instruments financiers, notamment du fait que cette évolution est biaisée par la mise en œuvre d'opérations destinées à influer sur la formation des cours. A l'image des dispositions étudiées au sein du présent paragraphe, les définitions françaises et italiennes des manipulations de marché associent la référence aux modalités de la conduite à celle relative au résultat réel ou potentiel de cette dernière.

---

[805] Mis en gras par nous.

[806] Technique dite de « *marking the close* ».

[807] Art. 12, par. 2, b) du règlement européen du 16 avr. 2014.

[808] Art. 12, par. 2, e), du même règlement.

[809] Mis en gras par nous.

544. Présentation des différentes modalités des manipulations de marché françaises et italiennes : L'article L. 465-2, alinéa 1er du Code des marchés financiers sanctionne « *le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur* ». L'article 501 du Code pénal vise quant à lui « *Quiconque, aux fins de perturber le marché interne des valeurs ou des marchandises, emploi d'autres artifices [que la diffusion d'informations fausses, exagérées ou tendancieuses] capables de causer une augmentation ou une diminution du cours des marchandises, ou des valeurs admises dans les listes de bourse ou négociables sur le marché public* »[810]. L'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose quant à lui que « *Quiconque […] met en œuvre des opérations simulées ou d'autres artifices concrètement aptes à provoquer une altération sensible du cours des instruments financiers* »[811]. L'article 2637 du Code civil emploie exactement les mêmes termes, sauf qu'il s'applique aux instruments financiers non cotés et à ceux pour lesquels aucune demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé n'a été présentée.

545. Les artifices considérés comme frauduleux du fait des circonstances de leur réalisation : Le terme français de « manœuvres » n'est pas défini dans le Code monétaire et financier, tout comme le mot « *artifici* » dans le code pénal italien. Seulement, dans les deux pays, la notion n'est pas inconnue puisqu'elle est utilisée en matière d'escroquerie et de ce fait largement précisée par la jurisprudence[812]. Elle relève de l'appréciation souveraine des juges du fond, mais la doctrine a également défini ces termes. Par exemple, le Professeur Francesco ANTOLISEI a déclaré qu'il s'agissait de « tous les moyens de quelque genre que ce soit qui, de manière habile ou malicieuse, sont mis en œuvre dans le but d'altérer l'évolution normale des cours »[813]. La Cour

[810] Texte original : « *Chiunque al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci [...] adopera altri artifici [che la diffusione di informazioni false o fuorvianti] atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili sul pubblico mercato* » (art. 501, C. pén. it.).

[811] Texte original : « *Chiunque [...] pone in essere operazioni simulate o altri artifizi concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari* » (art. 185, al. 1er, TUF).

[812] « *Truffa* » en italien.

[813] Texte original : « ***tutti gli espedienti di qualsiasi genere che abilmente o maliziosamente siano posti in opera allo scopo di alterare il corso normale dei prezzi*** », Francesco ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte speciale – II* (a cura di Carlo Federico GROSSO), Milano, Giuffrè editore, 15° ed., 2008, p. 173.

de cassation italienne, après avoir adopté une position totalement opposée[814], a expliqué qu'il pouvait s'agir soit de moyens intrinsèquement illicites, soit de pratiques admises sur le marché mais utilisées de manière trompeuse ou frauduleuse[815]. Ainsi, les « *autres artifices* » constitueraient une catégorie qui comprend les conduites apparemment licites mais qui « combinées entre elles, ou bien réalisées dans des circonstances déterminées de temps et de lieux provoquent une distorsion dans le jeu naturel de l'offre et de la demande d'une façon telle à induire en erreur les investisseurs »[816].

546. Une conception de l'artifice ou des manœuvres rapprochant l'élément matériel et l'élément intellectuel des manipulations de cours : La définition extensive des « artifices » retenue par la jurisprudence italienne induit en réalité à rechercher le but qui était poursuivi par l'auteur lorsqu'il a mis en œuvre les conduites litigieuses. Ce sont les circonstances les opérations qui vont conférer à ces dernières leur caractère frauduleux. Cependant, afin que la conduite soit considérée comme illicite, il convient pour les juridictions de vérifier que l'opérateur a consciemment agi sur le marché en espérant provoquer un effet déterminé. Elles doivent donc s'assurer que la manière dont il a combiné ses actes résulte bien d'un stratagème. Ainsi, Sergio GILOTTA confirme qu'« En réalité, en particulier dans les hypothèses où l'on accepte une

814 Cass., 7 giugno 1993, in *Giust. pen.* 1933, II, p. 880.

815 Cass. pen. sez. pen. V, 2 ott. 2008 (dep. 20 genn. 2009), n. 2063/09, *Crovetto*.

816 Texte original : « ***Gli "altri artifici" sarebbero quindi categoria comprensiva di quelle condotte apparentemente lecite ma che "combinate tra loro, ovvero realizzate in determinate circostanzi di tempo e di luogo intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta in modo tale da indurre in errore gli investitori*** » ; Trib. Milano, 11 nov. 1992, *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2003, p. 747, con nota Désirée FONDAROLI, « Aggiotaggio mediante altre artifici: disvalore del fatto e disvalore del contesto ».

La même solution a été retenue quelques temps après : « La notion d'"artifice' mentionnée à l'article 185 du TUF actuellement en vigueur et au sein des dispositions antérieurement applicables en matière d'agiotage et aujourd'hui abrogées, renvoie non seulement aux conduites caractérisées par l'illicéité intrinsèque des moyens utilisés, mais aussi à des comportements en eux-mêmes licites, mais qui combinés entre eux, ou réalisés dans des circonstances déterminées de temps ou de lieu, traduisent une distorsion intentionnelle du jeu de l'offre et de la demande, susceptible d'induire en erreur le public à propos du processus naturel et correct de formation des prix » ; texte original : « ***La nozione di 'artificio', di cui al vigente art. 185 t.u.f. e alle previgenti disposizioni in tema di aggiotaggio oggi abrogate, rimanda non soltanto a condotte caratterizzate dall'intrinseca illiceità dei mezzi utilizzati, ma anche a comportamenti in sé leciti, che tuttavia combinati tra loro, ovvero realizzati in determinate circostanze di tempo e di luogo, realizzano intenzionalmente una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta, in grado di indurre in errore il pubblico circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi*** », *in* Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. C. Consob* ; *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, pp. 1291-1304, con nota Sergio GILOTTA (pp. 1304-1323).

interprétation du concept d'"artifice' large et délimitée de façon imprécise, il n'y a que l'importance donnée à l'élément psychologique, à l'intention d'altération des cours qui peut permettre de parvenir à des solutions qui limitent par elles-mêmes [le champ d'application de l'infraction]: en adoptant une telle perspective, le noyau sur lequel fonder la confrontation de la conduite avec l'incrimination dessinée par le législateur, réside, non pas dans l'élément manipulateur ou dans la recherche du rôle joué par celui-ci au sein de la conduite prise dans son ensemble, mais plutôt dans la caractérisation et la reconstruction des finalités qui ont fondé l'action, sur la base des 'indices' déduits à partir de la conduite matérielle elle-même »[817]. Ce schéma probatoire est intéressant en ce sens qu'il est plutôt habituel de caractériser une intention ou une finalité en la déduisant des faits matériels ; dans le cas de l'établissement du caractère frauduleux des marchés, la démarche est inversée. Il est tenu compte de la psychologie de l'opérateur pour accepter ou rejeter la licéité de l'opération boursière.

547. Les manœuvres frauduleuses résultant d'opérations simulées : Si la définition italienne d'« *autres artifices* » a fait l'objet de nombreux commentaires, il y en a peu sur celle d'« *opérations simulées* »[818]. Certains auteurs pensent qu'elles se réfèrent à « l'accomplissement d'opérations réelles, mais annulées par d'autres réalisées en sens opposées, et effectivement voulues par l'auteur »[819]. En réalité, il s'agit de créer

---

[817] Texte original : « *In realtà, specie laddove si accetti un'interpretazione lata e sostanzialmente indeterminata del concetto di "artificio", è solo da un'adeguata valorizzazione dell'elemento, psicologico, dell'intenzionalità alterativa che si può giungere, forse, a soluzioni esegetiche ragionevolmente "autolimitanti": adottando tale prospettiva, il baricentro su cui edificare l'operazione di riconduzione del fatto al modello normativamente delineato risiede non tanto nell'elemento-decettività, e nella correlativa indagine sul ruolo da esso ricoperto nell'ambito dell'economia complessiva del fatto, quanto nella ricognizione e ricostruzione, sulla base degli "indici" desumibili dalla fisionomia concreta del fatto, degli scopi posti alla base dell'agire* », *in* Sergio GILOTTA, « Manipolazione del mercato : considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. c. Consob* (pp. 1291-1304), spéc. p. 1315.
Certains auteurs de doctrine française partagent cet avis, à l'image d'Eric DEZEUZE qui explique que « La mise en évidence d'un élément intentionnel est encore prégnante pour les manipulations de cours où c'est en fin de compte l'objectif manipulatoire qui, au-delà la technique utilisée, permet de caractériser le stratagème illicite ».

[818] Texte original : « *operazioni simulate* » (art. 185, al. 1er, TUF).

[819] Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) » *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 702.

une situation fictive sur des titres déterminés, afin de faire croire aux investisseurs que les opérations relatives à ceux-ci se multiplient. C'est donc une technique qui associe des ordres de vente et d'achat passés simultanément. Beatrice MAGRO estime qu'au lieu de contribuer à une définition claire et précise, « la catégorie des 'opérations simulées' conserve en réalité une frontière instable, question sans réponse, qui en outre, provoque l'effet contraire de rendre le texte redondant »[820].

A titre d'exemple jurisprudentiel, le Tribunal de Milan a retenu une manipulation de marché commise par le biais de cette technique dans un jugement du 27 mars 2006 relatif à des options « *put barrier* » portant sur les actions de la *Banca di Roma* : il s'agit de « contrats qui confèrent le droit, mais pas l'obligation, de céder une activité déterminée réelle ou financière (marchandises, titres ou indices) à un prix fixé (strike price) et à une certaine date. Par le biais de la conclusion d'un contrat d'option, la partie débitrice s'engage de manière irrévocable à acheter ou à vendre une activité déterminée dans des conditions et des termes préalablement établis, en échange du paiement d'une prime qui constitue le prix de l'option »[821]. Le tribunal a estimé dans cette affaire que « l'émission d'un ou plusieurs ordres d'achat et de vente dans le seul but d'influencer le cours d'un instrument financier constitue en effet un artifice, sanctionné au titre de l'agiotage en premier lieu par l'article 181 alinéa 1 du TUF inséré dans l'article 2637 du Code civil et aujourd'hui dans l'actuel article 185 du TUF »[822]. Il a ajouté que « Le résultat a été celui d'une distorsion dans le déroulement régulier des transactions, accomplit d'une manière artificielle et prendre en erreur les opérateurs qui se trouvaient sur le marché : l'opération n'était

---

[820] Texte original : « *la categoria delle 'operazioni simulate' rimane infatti di labile confine, un interrogativo insoluto, che sortisce al più l'effetto contrario di rendere ridondante il testo* », Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) » *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 702.

[821] Texte original : « *contratti che conferiscono il diritto, ma non l'obbligo, di alienare una determinata attività reale o finanziaria (merci titoli indici) ad un prezzo stabilito (c.d. strike price) e ad una certa data. Con la stipulazione di un contratto di opzione, la parte venditrice assume un impegno irrevocabile di acquistare o di vendere una determina attività a condizioni e termini prefissati, dietro pagamento contestuale di un premio che costituisce il prezzo dell'opzione* », *in* Beatrice MAGRO, « *Price manipulation* e contratti con opzione *put barrier* », nota a Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, p. 853.

[822] Texte original : « *l'immissione di uno o più ordini di compravendita all'unico fine di influenzare il prezzo di uno strumento finanziario costituisce infatti un artificio, sanzionato come aggiotaggio già dall'art. 181 comma 1 T.U.F. con una norma confluita prima nell'art. 2637 cod. civ. e ora nell'art. 185 T.U.F.* », *in* Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, pp. 845-868, con nota Beatrice MAGRO, spéc. p. 854.

pas fondée sur valeur de référence la valeur intrinsèque du titre mais sur l'intention d'interférer sur le cours qui avait été choisi comme valeur de référence pour le règlement d'un instrument financier dérivé concerné »[823].

548. Les manipulations de cours dans leur versant administratif : Elles sont réprimées par les articles 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière et 631-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, ce dernier disposant dans son premier alinéa que « *Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours* ». Les deux articles dressent une liste de quatre comportements pouvant caractériser le manquement, dont certains auteurs apprécient la présence en ce qu'elle permet de préciser une définition des manipulations de marché y compris dans leur versant pénal[824]. L'article 631-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers donne également les critères pris en compte par cette autorité pour caractériser une manipulation de cours. Ces critères ressemblent de façon remarquable à ceux retenus par la Consob à l'article 43 de son règlement n° 16191 du 29 octobre 2007 intitulé « *Éléments et circonstances à apprécier pour identifier les manipulations de marché* »[825], ce qui s'explique simplement par le fait que les deux autorités ont repris les exemples fournis par le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières[826]. Il est possible de retrouver la dichotomie européenne qui distingue d'une part, les manipulations de marché décrites par le biais des effets qu'elles sont censées produire, et d'autre part, celles qui sont caractérisées par les moyens utilisés pour les accomplir.

---

[823] Texte original : « ***Il risultato è stato quello di una distorsione del regolare svolgimento delle transazioni, sviluppata ina maniera artificiosa e traendo in inganno gli operatori che si trovavano sul mercato: l'attività non ha avuto infatti come riferimento il valore intrinseco del titolo ma l'intenzione di interferire sul prezzo che era stato scelto come valore di riferimento per il regolamento di uno strumento finanziario derivato cui si aveva interesse*** », *ibid*.

[824] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 416-417.

[825] Texte original : « *Elementi e circostanze da valutare per l'identificazione di manipolazioni del mercato* » ; intitulé de l'art. 43 du Règlement « Marchés » du 29 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 »).

[826] CESR – Market Abuse Directive – Level 3 – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, réf. Cesr/04-505b, décembre 2004.

549. Les exemples de manipulations de marché administratives fournis par les autorités administratives : En vertu du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et du texte unique en matière d'intermédiation financière, « *constitue une manipulation de cours le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou le prix ou la valeur de contrats commerciaux ; le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers ou le prix ou la valeur de contrats commerciaux à un niveau anormal ou artificiel* »[827].

Les deux autres comportements constitutifs de manipulations de cours et cités par l'article 631-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers sont d'une part, « *le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier ou d'un produit de base au moyen d'un contrat commercial, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables* » ; et d'autre part, « *le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture*[828] *ou, le cas échéant lors du fixage, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers ou de contrats commerciaux ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des*

---

[827] Art. 631-1, al. 2, 1° règlement général AMF et 187-*ter*, al. 3, *a*) et *b*).

Texte original : « […] *chiunque pone in essere: a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla dommanda e al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o più persone che agiscono di concerto di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale* » (art. 187-ter, al. 3, *a*) et *b*), TUF).

[828] V. pour exemple une décision pour laquelle les ordres passés au moment de la clôture n'étaient pas assez nombreux pour caractériser la manipulation de cours : « la proportion élevée d'achats effectués au fixing, invoquée par la notification de griefs, n'établit pas par elle-même qu'il y aurait eu manipulation de cours ; qu'il résulte par ailleurs de l'instruction qu'en dépit de leur caractère répété, ces achats n'ont représenté qu'une faible fraction des titres INFOGRAMES échangés sur le marché et n'étaient susceptibles, ni par leur volume, ni par leurs cours indicatifs, de provoquer des décalages de cours, les cours de clôture pour la période dont il s'agit s'étant de surcroît établis en moyenne plus près des plus bas du jour que des plus hauts » : (Déc. AMF, 16 janv. 2008, *Sociétés Infogrames Entertainment et Natexis Bleichroeder aux droits de laquelle vient la Société Natixis Securities et M. X*).

cours concernés »[829]. Par exemple, l'Autorité des marchés financiers a pu sanctionner la mise en œuvre d'ordres boursiers en sens opposés dans une décision du 19 octobre 2006, confirmée par le Conseil d'État par arrêt du 16 janvier 2008[830] : elle avait considéré que « par ailleurs, ses interventions sur le marché, notamment par le recours à la technique dite des 'achetés-vendus', ont induit les autres intervenants en erreur quant au volume réel des transactions sur les actions Leblanc et ont contribué également à faire baisser substantiellement le cours de ce titre ». L'article 187-*ter*, al. 3, *c* et *d* visent « *le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui utilisent des artifices ou tout autre tromperie ou moyen ; le fait de mettre en œuvre d'autres artifices capables de fournir des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande et le cours du titre* »[831]. Les comportements susceptibles de tomber sous le coup de la qualification de manipulation de marché sont nombreux et les listes établies par les différents organes ou autorités ne sont pas exhaustives. Les autorités administratives reconnaissent d'ailleurs expressément qu'elles ne peuvent pas intégrer dans ses règlements toutes les conduites susceptibles d'être qualifiées de manipulation de cours ; cependant par les normes qu'elles élaborent, elles peuvent régulièrement mettre à jour la liste des pratiques de marché admises[832].

550. La capacité des opérations à altérer (sensiblement) le cours des instruments financiers qu'elles concernent : Que la manipulation de marché prenne la forme d'un délit pénal ou d'un manquement administratif, il est toujours requis que la conduite matérielle mise en œuvre sur le marché soit de nature à produire un effet déterminer sur la valeur de l'actif qu'elle concerne. Le risque d'une distorsion entre le cours réel d'un instrument financier et le cours biaisé, caractérise la lésion de la valeur sociale

[829] Art. 631-1, al. 2, 2°, règlement général AMF. L'article 631-2 prévoit quant à lui un certain nombre de critères qui permettent d'apprécier l'existence ou non d'une manipulation de cours.
[830] CE, 16 janv. 2008, n° 300741, inédit.
[831] Texte original : « *chiunque pone in essere : operazioni od ordini di compravendita che utlizzano artifizi od ogni tipo di inganno o di espediente ; altri artifizi idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda e al prezzo di strumenti finanziari* » (art. 187-ter, al. 3, *c*) et *d*), TUF).
[832] Art. 612-2, II RG AMF et 187-*ter*, al. 6, TUF.

protégée par les manipulations de marché[833]. La preuve de cette caractéristique des opérations réalisées doit nécessairement être apportée par l'accusation[834].

Malgré les signaux erronés que les pratiques de manipulations de marché peuvent engendrer, et bien que les opérations fictives ou simulées empêchent les investisseurs de tirer profit des indications qui découlent normalement de l'activité portant sur des titres déterminés, certains auteurs n'hésitent pas à minimiser le caractère hautement réprobatoire d'une telle conduite. A titre d'exemple, Sergio GILOTTA estime que « L'"altération sensible" des cours qui survient dans ces hypothèses n'a qu'une valeur formelle, en ce sens qu'il s'agit seulement de l'effet 'normal' de la libre confrontation de la demande et de l'offre, dont le manipulateur utilise des dynamiques et l'instabilité naturelle. En tout état de cause, il s'agit d'une forme d'altération différente, et à mon avis qui mérite moins de réprobation, sur le plan purement pénal, que l'altération qui se manifeste par le détournement de l'ensemble des opérateurs de leurs décisions d'investissement, grâce à la diffusion de fausses informations »[835].

561. La nature formelle des manipulations de marché : Les transactions frauduleuses doivent être de nature à modifier l'évolution normale du cours des instruments financiers, c'est-à-dire celle qui devrait résulter de la confrontation naturelle de l'offre et de la demande. Néanmoins, peu importe que l'altération des cours se vérifie ; tous ces délits et manquements sont des infractions formelles ce qui n'est pas étonnant puisque leur finalité est de protéger l'intégrité des marchés financiers, en veillant à ce que le cours des titres soit bien déterminé en fonction du mécanisme

---

[833] Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) », *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 726.

[834] Daniela GOLDONI, « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, spéc. pp. 289 et 292.

[835] Texte original : « *La "'sensibile alterazione" dei prezzi che si determina in ipotesi di tal genere presenta pertanto un che di formale, in un certo qual senso, poiché in ultima analisi non è che l'effetto "'normale" della libera interazione tra domanda ed offerta, le cui dinamiche e la cui naturale vischiosità vengono strumentalizzate dal manipolatore. In ogni caso è una forma di alterazione diversa, e a mio parere meno riprovevole, sul piano squisitamente penalistico, rispetto a quella generata attraverso lo sviamento, per mezzo della falsa informazione, delle decisioni di investimento della generalità degli operatori* », *in* Sergio GILOTTA, « Manipolazione del mercato : considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. c. Consob* (pp. 1291-1304), spéc. p. 1310.

naturel de l'offre et de la demande[836]. Cependant, la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[837] exige que les effets décrits au sein de l'article 5, paragraphe 2 se produisent. Toutefois, il ne semble pas qu'il faille considérer qu'en l'absence de réalisation de conséquences particulières, l'infraction ne puisse pas être caractérisée. Il s'agit plutôt pour les autorités européennes, d'exiger l'application de sanctions pénales dans toutes les hypothèses où les manipulations de marché entravent concrètement la formation correcte des cours des instruments financiers ; la gravité de l'infraction découle alors du dommage causé à l'intégrité des marchés financiers.

Par ailleurs, en vertu de l'article 501, alinéa 2 du Code pénal, si l'augmentation ou la diminution du cours des valeurs objets des manipulations de marché se vérifie, elle constitue une circonstance aggravante[838]. Pour l'article 2637 du Code civil, il n'est pas non plus obligatoire que l'altération des cours des instruments financiers non cotés ou non négociés sur un marché règlementé survienne concrètement, ni même que les investisseurs aient perdu confiance en la stabilité patrimoniale des banques et groupements bancaires. Il est évident que si l'altération des cours se vérifie, hormis dans l'hypothèse de l'article 501 du Code pénal italien, les juges pénaux comme les agents des autorités administratives compétentes pourront prendre en compte cet élément pour augmenter le montant de la sanction prononcée.

562. L'appréciation de la capacité des manœuvres à influer sur le cours des instruments financiers qu'elles concernent : La jurisprudence italienne propose un paramètre permettant d'estimer la sensibilité de l'altération potentielle : elle se réfère à l'intensité de la variation des cours et au laps de temps pendant laquelle elle est intervenue. À titre d'exemple, elle a pu considérer que « si l'on se réfère à l'ampleur et à l'intervalle de temps très bref durant laquelle elle est survenue, la variation ne peut que être qualifiée de 'sensible', en vertu de l'acception induite par le texte de l'article 181 du TUF en vigueur à l'époque des faits, repris aujourd'hui par l'actuel

[836] V. pour exemple, Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) », *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 685.

[837] 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.

[838] Cf. le chapitre suivant consacré aux sanctions, pp. et suivantes des présents travaux.

article 185 du TUF »[839]. Cependant, cette décision est en partie critiquable. L'infraction de manipulation de marché est une infraction formelle, c'est-à-dire pour laquelle il n'est pas nécessaire que la variation des cours survienne effectivement, et par conséquent, la capacité des opérations boursières à influer le cours des instruments financiers qu'elles concernent devrait être évaluée par une appréciation des circonstances existant au moment où elles sont mises en œuvre. La juridiction elle-même a affirmé que « le délit d'agiotage sur instruments financiers a toujours présenté la forme d'une infraction de mise en danger concrète, pour laquelle l'évaluation de la capacité des opérations assimilées ou des artifices à altérer le cours des titres découle d'un jugement de probabilité réalisé *a posteriori*, mais à repositionner *ex ante* au regard des éléments circonstanciels entourant la conduite, et en faisant abstraction des facteurs connus suite à la vérification de l'événement »[840]. Pourtant, le raisonnement adopté par le tribunal est contestable car il applique un schéma inverse à celui qu'il préconise, en déduisant de la circonstance qu'une variation des cours s'est produite dans un bref laps de temps, que les transactions accomplies constituaient bien une manœuvre destinée de nature à influer sensiblement sur les cours.

563. Simple altération ou altération « sensible » ? : En Italie, l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière exige expressément, pour que la manipulation de marché soit établie, que l'altération susceptible d'être produite soit « sensible »[841]. Comme cela a été expliqué précédemment, malgré l'absence de prévision expresse du législateur français, la manipulation de cours française de l'article L. 465-2,

---

[839] Texte original : « *La variazione, in considerazione dell'ampiezza e dell'intervallo temporale brevissimo in cui si è verificata, non può che essere definita 'sensibile', nell'accezione contemplata dal testo dell'art. 181 T.U.F. vigente all'epoca dei fatti, ripresa dall'art. 185 T.U.F. attuale* », *in* Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, pp. 845-868, con nota Beatrice MAGRO, spéc. p. 856.

[840] Texte original : « *Il delitto di aggiotaggio su strumenti finanziari ha sempre conservato la configurazione di reato di pericolo concreto, in cui la valutazione dell'idoneità delle operazioni simulate o degli artifici ad alterare il prezzo dei titoli consegue ad un giudizio di prognosi postuma, da relazionare* ex ante *agli elementi circostanziali della condotta, a prescindere dai fattori conosciuti in seguito alla verificazione dell'evento* », *in* Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, pp. 845-868, con nota Beatrice MAGRO, spéc. pp. 865-866.

[841] Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) », *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 684 ; Massimiliano DOVA, « 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, pp. 248-249.

alinéa 1er du Code monétaire et financier, et celle de l'article suivant relative aux indices de référence, impliquent également que la variation de cours potentielle dépasse les mouvements habituellement observables pour les actifs concernés[842]. Se pose la question de savoir, à l'image de ce que nous pouvions nous demander à l'égard de l'appréciation du caractère sensible des informations privilégiées, si ce caractère se réfère simplement à la possibilité de percevoir cette altération, ou si elle fait écho à une certaine amplitude de cette altération. La seconde interprétation semble la plus logique, notamment parce qu'il est également requis pour le manquement administratif de l'article 187-*ter* que les manœuvres frauduleuses soient de nature à influencer le cours des instruments financiers ; dès lors, si une distinction doit être maintenue entre le délit pénal et l'infraction administrative, il convient d'exiger pour le premier que cette influence soit relativement notable. C'est en ce sens que se prononce la jurisprudence qui considère que « au-delà d'une description plus détaillée des conduites répréhensibles, [le délit contient] une référence à la dimension quantitative de l'altération du cours des instruments financiers causée par les opérations mises ens œuvre sur la marché, présente dans la seule disposition pénale »[843]. D'ailleurs, l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, consacré à la manipulation de marché dans son versant pénal, fait expressément référence à l'« *altération sensible* », alors que cette mention n'est pas présente au sein de la la disposition sanctionnant le manquement administratif[844].

564. Le cas singulier des manipulations de marché caractérisées par le silence : Selon la jurisprudence italienne, à l'image de ce qui a été retenu pour l'escroquerie, le silence peut entraîner des poursuites sous la qualification de manipulation de marché. En effet, la Cour de cassation italienne considère que les comportements d'omission ou le silence peuvent caractériser une manipulation de cours dans les cas « où l'omission frauduleuse s'insère dans un contexte de communication » et plus précisément, ce

---

[842] Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3ª ed., 2012, p. 257.

[843] Texte original : « ***oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causata dalle operazioni poste sul mercato, presente solo nella disposizione penale*** », *in* Cass. sez. pen. VI, 16 maggio 2006 (dep. 3 maggio 2006), n. 15199, *L.T.* ; *Cass. pen.* genn. 2007, vol. XLVII, fasc. 1, pp. 56-61, con nota Beatrice MAGRO (pp. 61-73) ; *Giur. comm.* nov.-dic. 2006, vol. 33, n. 6, II, pp. 985-991, con nota Enrico AMATI (pp. 991-1004).

[844] Texte original : « *sensibile alterazione* » (art. 185, al. 1er, TUF).

comportement doit être pris en compte s'il s'agit d'une « absence de communication d'éléments et de circonstances significatives qui entraîne une distorsion dans le contenu de l'information ou annule le contenu de ce qui a été communiqué, pourvu qu'une telle circonstance consciemment gardée secrète, soit telle qu'elle pourrait influer de manière significative sur les décisions des opérateurs et […] sur le niveau des cours »[845].

565. La complicité et l'instigation à la commission de manipulations de marché : Au niveau européen, elles sont prévues par l'article 6, paragraphe 1 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014. La complicité de manipulation de cours pourrait prendre par exemple la forme d'une fourniture d'instructions : il pourrait s'agir de l'individu qui présente à un tiers quelque techniques de manipulation de marché en lui vantant les possibilités de bénéfices qu'il est possible d'en tirer et qui par là-même lui permet de réaliser les opérations sur le marché boursier. Elle pourrait également être caractérisée lorsqu'un individu réalise des transactions pour le compte d'une autre personne, ou encore lorsque le premier met à disposition du second un mécanisme de *trading* par exemple qui lui permet de passer ses ordres boursiers.

566. La tentative de manipulation de marché : Si l'on se réfère à la définition de la manipulation de marché donnée par l'article 5, paragraphe 2 de la directive du 16 avril 2014, et que l'on considère que pour que l'infraction soit caractérisée, il est nécessaire que les manœuvres frauduleuses entraînent une altération effective du cours des instruments financiers, il devient facile d'envisager la tentative, qui pourrait être caractérisée dès lors que la réalisation des transactions boursières illicites n'a pas eu l'effet escompté sur le marché. Il en est de même si l'on considère que le fait de retirer un profit des opérations représente un élément constitutif de l'infraction : en l'absence d'un tel profit, la manipulation de cours ne serait pas consommée mais pourrait être réprimée sur le fondement de la tentative. Toutefois, il a été expliqué que ces deux

[845] Texte original : « *ove la fraudolenta omissione si inserisca in un contesto comunicativo » et « la mancata comunicazione di elementi e circostanze significative che distorce o annulla il contenuto informativo di quanto positivamente comunicato, purché tale circostanza consapevolmente celata, secondo un giudizio prognostico ex ante, sia tale da influire significativamente sulle decisioni degli operatori e […] sul livello dei prezzi* », Trib. Milano, sez. pen. I, 18 dic. 2008 ; *Foro ambr.* luglio-sett. 2009, vol. XI, fasc. n. 3, pp. 328-340, nota Jessica BERTOLINA (pp. 340-358).

circonstances correspondaient davantage à des critères dont l'existence emportait l'application de la sanction pénale, et non des éléments indispensables à la constitution de l'infraction. Dès lors, il convient d'envisager d'autres formes de tentative.

En France, elle est expressément prévue pour le délit de manipulation de cours de l'article L. 465-2, alinéa 1er du Code monétaire et financier qui vise le fait « *d'exercer ou de tenter d'exercer* » une manœuvre ayant pour objet d'entraver l'marché réglementé les systèmes multilatéraux des négociations. En revanche, elle est exclue pour le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, tant pour l'infraction française que pour les infractions italiennes. Elle ne semble pas non plus punissable pour les manquements administratifs correspondants. De manière étrange, la tentative ne paraît s'appliquer à aucune des formes de manipulations de cours italiennes, alors que l'hypothèse de la tentative semble concrètement envisageable. La doctrine confirme cette position du législateur[846]. Le professeur Francesco ANTOLISEI semble justifier l'absence de répression de la tentative par le fait que les manipulations de cours sont des infractions formelles ; pourtant, il n'est pas impossible, bien que l'altération des cours ne soit pas exigée, qu'une personne passe de nombreux ordres d'achat en espérant créer une situation fictive de mouvements sur le marché, et soit interrompue par des circonstances indépendantes de sa volonté et avant de pouvoir revendre les titres une fois le cours augmenté. Dès lors, la tentative pourrait être caractérisée en cas de manipulation de marché complexe, si l'auteur exécute l'un des actes matériels de l'infraction sans pouvoir exécuter les autres du fait d'événements extérieurs.

2. Les opérations autorisées

567. La justification des exemptions : L'article 1er, paragraphe 3 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 prévoit un certain nombre d'hypothèses dans lesquelles la réalisation d'opérations sur le marché n'est pas susceptible de revêtir la qualification de manipulation de cours. Certains auteurs pensent qu'il s'agit de circonstances qui justifieraient les transactions et leur feraient perdre leur caractère illicite. Il nous paraît préférable de considérer que dans ces hypothèses, l'élément

[846] Texte original : « ***Trattandosi di un delitto a consumazione anticipata, il tentativo non è giuridicamente possibile*** », *in* Francesco ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte speciale – II* (a cura di Carlo Federico GROSSO), Milano, Giuffrè editore, 15° ed., 2008, p. 174.

intellectuel fait défaut : il manquerait la finalité d'entraver le fonctionnement régulier des marchés réglementés.

568. Les opérations effectuées conformément à des pratiques de marché admises : La qualification de manipulations de marché n'est pas retenue si la personne poursuivie établit « *la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné* »[847]. Selon la norme française, « *Sont considérées comme des 'pratiques de marché admises' les pratiques susceptibles d'être mises en œuvre sur un ou plusieurs marchés financiers et acceptées par l'AMF* »[848]. L'article suivant pose, dans son alinéa 1er, les critères que l'Autorité des marchés financiers peut prendre en compte pour considérer qu'une pratique peut être admise sur les marchés financiers qu'elle contrôle. En Italie, des critères très proches de ceux mentionnés par l'autorité française, sont posés à l'article 40 du règlement « Émetteurs »[849]. Un certain nombre de pratiques de marché ont été définies par différentes délibérations[850]. L'article 621-2 ajoute dans son deuxième paragraphe que « *L'AMF procède périodiquement au réexamen des pratiques de marché admises, en particulier pour prendre en compte les évolutions significatives dans l'environnement du marché concerné, telles des modifications des règles de négociation ou de l'infrastructure de marché* » et la Consob dispose de la même faculté[851].

Pour que l'exclusion de la responsabilité soit effective, il faut que l'opérateur ait agi en conformité avec les pratiques admises par l'autorité compétente et pour des motifs légitimes. D'une part, cette cause d'exemption est fondée sur les mobiles de l'auteur du manquement administratif, ce qui peut paraître étonnant étant donné qu'en général, la psychologie de l'auteur n'est pas prise en compte puisque de telles infractions sont *a*

---

[847] Texte original : « *chi dimostri di aver agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato* » (art. 187-*ter*, al. 4, TUF).
Art. 631-1, al. 2, 1° RG AMF et 187-*ter*, al. 4, TUF.

[848] Art. 612-1, RG AMF.

[849] 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 ».

[850] V. pour exemples de délibérations dans lesquelles des pratiques de marché sont admises : Delibera n. 18406, 13 dic. 2012, Ammissione, ai sensi dell'art. 180, comma 1, lettera c), del D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, della prassi di mercato inerente al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate ; delibera n. 16839, 19 marzo 2009, Ammissione delle prassi di mercato previste dall'art. 180, comma 1, lettera c), del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 inerenti: a) all'attività di sostegno della liquidità del mercato, b) all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli.

[851] Art. 40, al. 4, Règlement « Émetteurs ».

priori considérées comme des violations objectives de règles particulières. D'autre part, il semble difficile de dégager des hypothèses dans lesquelles l'auteur aurait agi en conformité avec les pratiques admises sur le marché concerné, mais sans motif légitime. Selon certains auteurs de la doctrine italienne, cette cause d'irresponsabilité vaudrait également pour le délit de manipulation de cours de l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière[852]. Seulement, chaque fois que le législateur a voulu appliquer une circonstance aggravante, ou à l'inverse atténuante, tant au délit qu'au manquement, il l'a prévue expressément dans les dispositions qui se référaient à chacune des infractions. Or, dans l'hypothèse des pratiques admises, la cause d'irresponsabilité pour juste motif n'est pas mentionnée dans l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, relatif au délit de manipulation de marché. Ainsi, cette circonstance favorable à l'auteur de manipulations de cours de type administratif ne devrait pas être étendue au délit correspondant.

569. Les transactions effectuées dans les programmes de rachat sur actions propres : L'hypothèse est prévue par l'article 1er, paragraphe 3 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[853], qui renvoie à l'article 5, alinéa 1 du règlement (UE) n° 569/2014 du même jour[854]. Le programme de rachat doit obéir à des conditions précises, notamment les modalités doivent être diffusées au public préalablement à la mise en œuvre. L'opération doit également poursuivre l'un des objectifs énumérés dans cette disposition comme avoir pour but d'entraîner la réduction du capital de l'émetteur ou de « *satisfaire aux obligations découlant des programmes d'options sur actions, ou autres allocations d'actions, aux salariés ou aux membres des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ou d'une entreprise associée* ». La même

[852] V. en ce sens, « *L'espediente è costituito dalla estensione anche all'illecito penale della ampia scriminante costituita dalle c.d. prassi ammesse, la quale controbilancia ed annulla l'antigiuridicità di una condotta manipolativa di tipo operativo astrattamente riconducibile al paradigma tipico* », *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, spéc. p. 731.

[853] 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.

[854] 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.

possibilité est prévue en Italie pour les émetteurs ou les sociétés qu'il contrôle ou qui lui sont liées et, en France, à l'article 631-5, pour les « *programmes de rachat, par un émetteur sur ses propres titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé* ».

570. Les opérations de maintien et de stabilisation des cours : La négociation de titres d'instruments financiers en vue de la stabilisation de la valeur de ces titres est prévu par l'article 1, paragraphe 3, b) de la directive n° 2014/57/UE qui renvoie pour les conditions de mise en œuvre et d'appréciation de cette circonstance, à l'article 5, paragraphe 4 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014. Une cause d'exonération identique est prévue aux articles 631-7 et suivants de l'Autorité des marchés financiers et 183, alinéa 1, b, TUF). Finalement, il n'est pas incongru d'écarter ces opérations du champ de la répression des manipulations de cours, puisqu'en réalité l'élément intellectuel de l'infraction[855], qui réside notamment dans la volonté d'entraver le fonctionnement régulier des marchés financiers, fait défaut. Il convient à ce propos d'étudier quelles sont les composantes de l'élément intellectuel des manipulations de marché.

[855] La thèse selon laquelle l'impossibilité de caractériser l'infraction découle de l'absence de l'élément matériel ne convainc pas. *Contra* : « Diffusion de fausses informations et manipulation de cours », *Droit de la bourse et des marchés financiers*, Soficom éditions, 1996, p. 19. L'auteur explique que font défaut les manœuvres ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier des marchés financiers. Or, il a été expliqué précédemment qu'il n'est pas nécessaire que les manœuvres soient intrinsèquement frauduleuses, mais qu'un tel caractère peut résulter du contexte dans lequel elles sont mises en œuvre. Dans cette hypothèse, c'est bien l'opérateur qui choisit les circonstances d'opérer dans des circonstances particulières susceptibles d'induire autrui en erreur, ou au contraire, dans le cadre d'une opération de stabilisation des cours des instruments financiers. Dès lors, c'est bien la psychologie de l'auteur qui est prise en considération, et non pas sa conduite matérielle.

Paragraphe 2. L'élément moral des manipulations de marché

571. La dualité de l'élément intellectuel en reflet de la dualité de la conduite matérielle : Concernant les manipulations de cours, il semble difficile d'envisager des infractions commises par imprudence ou négligence dès lors qu'elles la misent en œuvre de stratagèmes, de manœuvres frauduleuses, d'artifices. En revanche, une diffusion d'informations fausses ou trompeuses commises de façon non intentionnelle semble bien plus aisée à envisager. Ainsi, à la double conduite matérielle correspond une dualité d'élément intellectuel : il convient d'analyser l'élément moral de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses (A) pour ensuite examiner celui de la manipulation de cours (B).

A- L'admissibilité de la double nature de l'élément moral de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses

572. L'admission certaine de la diffusion intentionnelle : La directive n° 2014/57/UE prévoit dans son article 5, paragraphe 1er du 16 avril 2014 que les États membres instituent des sanctions pénales dans le cas de manipulations de marché intentionnelles. Ainsi, la disposition admet clairement la possibilité de caractériser d'un dol[856]. En France, en application de l'article 121-3 du Code pénal, les diffusions d'informations fausses ou trompeuses des articles L. 465-2 du Code monétaire et financier et L. 465-2-1 du même code relatif aux indices de référence sont des délits intentionnels, en l'absence de dispositions expresses contraires. Il en est de même pour les trois délits italiens des articles 2637 du Code civil, 501 du Code pénal et 185, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière. Malgré certaines positions doctrinales et les affirmations en ce sens de l'Autorité des marchés financiers, parfois confortée par la Cour de cassation[857], il est incontestable que les manquements des

[856] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013, p. 260.

[857] « Mais attendu qu'il résulte de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF que toute personne doit s'abstenir de communiquer des informations qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ; que ces dispositions n'exigent pas que soit établi le caractère intentionnel de la communication de ces

articles 632-1 et 743-3 du règlement général de l'Autorité des marchés peuvent potentiellement revêtir un caractère intentionnel[858]. Le dol comprend deux éléments : d'une part, l'auteur doit avoir conscience du caractère faux ou trompeur des informations qu'il diffuse et d'autre part, il doit malgré cela vouloir divulguer ces renseignements. Ce caractère mensonger ou tendancieux de l'information est présumé pour les dirigeants des sociétés[859].

573. L'admissibilité de la négligence ou de l'imprudence : En revanche, en vertu de l'article 3 de la loi n° 689 du 24 novembre 1981, le manquement administratif correspondant peut être puni tant à titre de négligence que d'imprudence. Une telle solution pourrait transposer ou de dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers française, puisque rien n'impose la démonstration d'une intention de l'auteur du manquement. Il n'y a pas de dol spécial, c'est-à-dire de recherche d'altération de la formation des cours à l'image de ce qui est prévu pour les manipulations de cours ; il est simplement nécessaire que les renseignements soient susceptibles d'entraîner une évolution anormale des valeurs négociées sur les marchés. Cependant, cette caractéristique est une qualité intrinsèque des renseignements et ne se réfère donc pas à l'élément intellectuel de l'infraction, mais bien à son élément matériel. Si la diffusion d'informations fausses ou trompeuses permet d'envisager une conduite par imprudence ou négligence, laquelle résiderait par exemple dans le fait pour l'auteur du manquement de ne pas avoir accompli les diligences nécessaires pour s'assurer que les informations qu'ils diffusaient étaient exactes, il paraît beaucoup moins envisageable de caractériser une manipulation de cours par imprudence négligence.

---

informations », *in* Cass. com., 15 juin 2010, n° 09-14.968, *Leonetti c/ Autorité des marchés financiers* ; *Dr. soc.* déc. 2010, n° 12, comm. 231, Renaud MORTIER.

Mais attendu qu'il résulte de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF que toute personne doit s'abstenir de communiquer des informations qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ; que ces dispositions n'exigent pas que soit établi le caractère intentionnel de la communication de ces informations

[858] Didier MARTIN, Éric DEZEUZE, Florian BOUAZIZ, *op. cit.*, p. 261.

[859] Cass. com., 15 juin 2010, n° 09-14968, *Leonetti c/ Autorité des marchés financiers* ; *Dr. soc.* déc. 2010, n° 12, comm. 231, Renaud MORTIER.

B- Le caractère majoritairement intentionnel de la manipulation de marché

574. La conscience et la volonté de mettre en œuvre des manœuvres frauduleuses : L'étude de la conduite matérielle susceptible de revêtir la qualification de manipulation des cours a permis de mettre en lumière que les textes d'incrimination font souvent référence aux modalités de mise en œuvre de ces infractions. Parmi ces dernières, figurent les stratagèmes, les manœuvres, les artifices, les opérations simulées ou les transactions concertées : tous ces comportements impliquent nécessairement l'intention criminelle de leur auteur qui cherche à altérer ou à camoufler la réalité relativement à l'offre ou la demande des instruments financiers ou des actifs objets des opérations illicites. Le dol général ici correspond à la volonté pour une personne d'accomplir les opérations sur le marché boursier dont elle sait qu'elles sont susceptibles de provoquer une altération sensible anormale du cours des instruments financiers ou des actifs qu'elle concerne. Malgré le caractère prétendument objectif, l'Autorité des marchés financiers, adopte un point de vue identique : à titre d'exemple, elle a pu décider que « Considérant que le manquement de manipulation de cours imputable à M. Antoine NODET a permis à la société CETERIS, qu'il détient à 95 % et qu'il dirige, de réaliser une plus value d'un montant de 80 151,93 € ; que, par ailleurs, M. Antoine NODET est un professionnel qui connaît les effets de ses actes et **qui n'a pu passer que sciemment des ordres de manière ainsi dissimulée**, à travers les quatre comptes titres ouverts sous des noms distincts »[860].

575. La finalité d'entraver le fonctionnement régulier des marchés financiers : Un tel objectif constitue en réalité un dol spécial. Ainsi, les juridictions devraient concrètement caractériser cette forme d'intention la plus aboutie. Toutefois, il n'est pas rare que les autorités de sanctions, judiciaires ou administratives, déduisent le dol spécial de la matérialité des faits[861]. Par ailleurs, l'exigence de cet aspect complémentaire de l'intention devrait exclure toute possibilité de sanctionner les auteurs de manipulations de marché au titre du dol éventuel ; pourtant, il est des

[860] Mis en gras par nous. Déc. AMF, 20 déc. 2007, *M. Antoine Nodet*.

[861] Sergio GILOTTA, « Manipolazione del mercato : considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. c. Consob* (pp. 1291-1304), spéc. p. 1315.

décisions qui retiennent une telle solution, au grand désarroi de nombreux auteurs[862] ou ceux qui réalisent des opérations qui entraînent une altération effective du cours des instruments financiers sans avoir conscience que ces comportements étaient susceptibles de provoquer un tel effet.

[862] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda, 2013, p. 106.

576. Conclusion du second chapitre : L'étude des définitions françaises et italiennes des manipulations de marché révèle des éléments constitutifs identiques, qui correspond par ailleurs à celles données par l'Union européenne. Toutefois, l'existence d'une infraction unique en France contraste avec la multiplicité des dispositions italiennes qui répriment ce type de comportement. Ces dernières permettent de couvrir une partie des des plateformes de négociations visées aujourd'hui par les normes européennes, à savoir les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociations et les systèmes organisés de négociation ; cependant, des certitudes persistent relativement aux indices de référence de quotas d'émission de gaz à effet de serre qui ne sont mentionnés expressément ni dans l'article 2637 du Code civil italien, ni dans l'article 501 du Code pénal, ni aux articles 185 et 187-*ter* texte unique en matière d'intermédiation financière. Quant aux infractions françaises, il y a une disparité d'application évidente entre les formes pénales de diffusion d'informations fausses ou trompeuses qui concernent l'ensemble des plateformes et actifs visés par les normes européennes, et des manipulations de cours qui sont toujours limitées au marché réglementé, aux systèmes multilatéraux de négociation et aux indices de référence.
Dans les deux pays, et à l'image de ce qui est prévu en droit européen, nombreuses sont les modalités des manipulations de marché. Les exemples fournis par les différentes normes applicables sont multiples et révèlent la répression de comportements identiques dans les trois espaces juridiques. Les comportements de manipulation de cours révèlent l'intention frauduleuse de leurs auteurs, alors que les diffusions d'informations fausses ou trompeuses pourraient également prendre la forme d'infractions d'imprudence ou de négligence. De ce fait, cet élément intellectuel et la nature de la plateforme concernée pourraient constituer des paramètres susceptibles d'influer sur sur les modalités de répartition des compétences entre autorités administratives et juges répressifs.

Par ailleurs, l'étude des éléments des manipulations de marché nous incite à suggérer les définitions suivantes :

« Constitue une diffusion d'informations fausses ou trompeuses le fait de communiquer à une ou plusieurs personnes déterminées et de diffuser dans le public, par quelque moyen que ce soit, des informations ou

des rumeurs relatives [à des actifs déterminés] de nature à altérer le correct processus de formation des cours résultant de la confrontation de l'offre et de la demande relative à ces [actifs].. »[863]

« Constitue une manipulation de cours le fait d'émettre des ordres boursiers ou de réaliser des opérations portant sur [des actifs déterminés], qui intrinsèquement ou accomplis dans des circonstances particulières, sont susceptibles d'entraver le correct processus de formation des cours résultant de la confrontation de l'offre et de la demande relative à ces [actifs].
Peuvent notamment être pris en compte le moment auquel sont les ordres sont émis ou les opérations sont réalisées ou le volume, la fréquence et le sens des ordres émis ou des opérations réalisées ; le fait que les opérations interviennent dans le cadre d'une action concertée d'individus. »[864]

[863] L'expression « actifs indéterminés » est employée volontairement. La reformulation de la définition dépendra effectivement de la répartition des compétences entre juges pénaux et autorités administratives opérée au sein du dernier chapitre des présents travaux.
[864] La même remarque peut être formulée pour l'expression « actifs indéterminés » utilisée dans cette seconde définition.

577. Conclusion du titre premier : L'analyse des trois formes d'abus de marché montre le fort niveau d'harmonisation existant entre la France et l'Italie quant aux incriminations. Les principales disparités résultent surtout du champ d'application desdites infractions, mais elles semblent amenées à disparaître du fait de l'adoption de la directive et du règlement européens du 16 avril 2014. La forte ressemblance des prévisions relatives à l'information financière se retrouve pour les normes qui consistent à d'éliminer le contour des comportements illicites.

Le domaine d'application de ces derniers, sous l'influence de l'Union européenne, s'est élargi de façon considérable afin de prendre en compte les évolutions économiques et financières qui découlent de l'essor du recours aux plateformes de négociation qui ne sont pas réglementées. Cette évolution suit la tendance observée en matière d'information financière, où les autorités tendent également à renforcer les obligations à charge des intervenants des sociétés qui interviennent sur différentes plateformes, ce qui tend à atténuer bon nombre de distinctions qui caractérisaient leur régime de fonctionnement et d'organisation, il y a encore peu de temps.

Les valeurs sociales protégées par les différentes incriminations révèlent les objectifs poursuivis par la répression des abus marché à savoir assurer l'égalité des investisseurs dans les conditions d'accès à l'information financière, et leur permettent d'être informés correctement, afin de contracter suite à un consentement libre et éclairé. De même, la formation des prix par la confrontation naturelle de l'offre et de la demande constitue l'autre objectif des sanctions instituées en la matière. Ces intérêts, qui possèdent une large dimension collective et une connotation de valeurs publiques, pourraient influer sur la répartition des compétences entre autorités administratives et juges pénaux, au même titre que le marché concerné par l'infraction. Toutefois, avant de présenter les critères qui pourraient servir à distribuer ses compétences, il convient de comprendre comment s'articulaient les sanctions administratives et pénales jusqu'alors et pourquoi ce système a été remis en cause.

TITRE 2. LA REMISE EN CAUSE DES REGIMES ACTUELS DE REPRESSION DES ABUS DE MARCHE FRANÇAIS ET ITALIENS

578. La déconstruction du triple système de sanction des abus de marché au service de la consolidation du « droit des abus de marché » : Dans les deux chapitres précédents, il a été expliqué que les abus de marché, qu'il s'agisse des abus d'informations privilégiées ou des manipulations de marché, peuvent constituer des infractions pénales ou des manquements administratifs. Il a également été établi que ces diverses formes – délictuelles, contraventionnelles et administratives – ne sont pas nécessairement toutes pertinentes. Pourtant, l'étude de la mise en œuvre de la répression montrera que cette catégorie particulière d'infractions boursières peut donner lieu à des poursuites pénales, administratives et civiles, les compétences des autorités en charge de la répression n'étant pas clairement réparties. Il convient donc de procéder à une déconstruction de ce triple système de poursuite, c'est-à-dire de le décortiquer et d'en analyser chacun des éléments, en s'attardant d'une part sur le caractère dual de la répression des abus de marché (administrative et pénale) et en étudiant d'autre part l'indemnisation des victimes de ces infractions.

579. La mise en place chaotique d'un régime d'indemnisation des victimes d'infractions boursières : Aucune des normes européennes en la matière n'évoque les modalités d'indemnisation des personnes ayant subi un préjudice du fait de la commission d'infractions boursières. Il est vrai que l'étude des valeurs juridiques objet de ces incriminations semble indiquer qu'au-delà des investisseurs pris individuellement, ce sont avant tout l'intégrité et le fonctionnement des marchés financiers qui sont protégés par ces infractions. Toutefois, il est indéniable qu'un effondrement des cours, consécutif à une hausse artificielle provoquée par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou par la manipulation des cours des instruments financiers, entraîne un préjudice réel pour les individus qui les ont acquis sur la base de ces informations ou au regard de l'évolution des valeurs qu'ils observaient sur les marchés. Pour autant, l'absence de cadre européen dans ce domaine n'exclut pas l'indemnisation de ces personnes ; en France comme en Italie, les conditions de recevabilité des constitutions de partie civile et les modalités d'attribution et d'évaluation des dommages-intérêts en réparation du préjudice subi, ont été difficiles à instaurer et les deux régimes d'indemnisation furent incertains pendant longtemps. Par ailleurs, les solutions actuelles qui consistent souvent en France à qualifier ledit préjudice de perte de chance et à accorder une indemnisation forfaitaire ne sont pas non

plus optimales. Par conséquent, il serait sûrement opportun, y compris pour les autorités européennes, de se pencher sur cette question et d'instaurer des normes afin de proposer un modèle de réparation commun à tous les utilisateurs des marchés financiers de l'Union.

580. L'intérêt d'une harmonisation en matière d'indemnisation des préjudices résultant d'abus de marché : Dans la première partie, il a été démontré comment toutes les obligations en matière d'information financière contribuent au développement du marché commun, au renforcement de la compétitivité des places boursières et à l'accroissement de la confiance des investisseurs en ces marchés. Les autorités européennes tentent d'atteindre ces objectifs par une réglementation accrue destinée à garantir la transparence du fonctionnement des plateformes boursières. La protection des marchés financiers est aussi assurée par l'harmonisation avancée, notamment entre la France et l'Italie, des législations nationales pour ce qui concerne les obligations relatives à la communication financière qui pèsent sur les émetteurs et leurs dirigeants. Toutes ces mesures poursuivent la finalité de protéger l'ensemble des opérateurs de l'Union européenne, et plus généralement l'investissement boursier, en garantissant une quantité et une qualité d'information identiques, ou moins équivalentes dans tous les États membres. Or, il a également été expliqué que la diffusion de l'information financière, par son caractère prompt et du fait des exigences de précision, de sincérité, d'exhaustivité et d'intelligibilité des données publiées, réduit les disparités qui existent naturellement sur les marchés en matière d'accessibilité des informations, et permet aux investisseurs d'être en mesure de procéder à des opérations en toute connaissance de cause. De par les obligations à charge des émetteurs et de leurs dirigeants, un large aspect de la prévention des abus de marché est caractérisé par la même intensité dans les différents États membres de l'Union européenne. Enfin, les deux chapitres précédents ont établi la convergence des dispositions qui définissent les abus de marché, même si des disparités ayant trait aux sanctions encourues pourront être constatées.

De ce fait, comme la protection des investisseurs en amont est si étendue et si convergente au sein des différentes législations, il convient de mettre en place, en cas d'échec de ladite prévention, un modèle commun d'indemnisation à destination des victimes d'abus de marché, afin qu'elles conservent malgré tout une certaine confiance

en les marchés ou que sa désillusion soit atténuée. Il ne semble pas cohérent d'assurer une forte protection contre les abus de marché, si par ailleurs, le constat de ses insuffisances par les autorités judiciaires ou administratives, ne conduit pas à une réparation homogène des préjudices découlant d'infractions boursières dans les divers pays, car dans le cas contraire, cet aspect du « droit des abus de marché » représenterait le seul pour lequel aucun effort d'harmonisation n'a été mis en œuvre.

581. Les objectifs de la déconstruction du système de répression des abus de marché : En premier lieu, l'examen minutieux des composantes de cette structure a pour finalité de mettre en lumière les insuffisances d'un « droit des abus de marché », lequel pourrait être défini comme l'ensemble des dispositions qui, d'une part, organisent la réponse de la société à ces conduites illicites et qui, d'autre part, permettent la réparation des préjudices résultant de ces dernières[865]. Il ne serait donc pas limité au « droit pénal des marchés financiers » ou au « droit pénal boursier », défini par Agathe LEPAGE, Renaud SALOMON et Patrick MAISTRE DU CHAMBON comme « l'une des branches du droit pénal des affaires constituant 'le droit pénal spécial des manieurs d'argent' »[866], mais viserait également les règles de mise en œuvre de l'indemnisation des victimes d'infractions boursières. En second lieu, cet examen consiste à identifier les aspects sur lesquels l'harmonisation pourrait encore être renforcée, grâce à la comparaison des législations française et italienne. Ainsi, l'analyse du régime de triple sanction pénale, administrative et civile de ces infractions (Chapitre 1) précédera l'étude des raisons qui ont conduit à la remise en cause de ce système et les propositions destinées à répartir les compétences en matière de répression d'abus de marché et d'indemnisation des vicitmes d'infractions boursières (Chapitre 2).

---

[865] Seraient exclues de cette notion de « droit des abus de marché » les dispositions relatives aux obligations d'information du public pesant sur les émetteurs et leurs dirigeants, qui relèvent davantage du « droit de l'information financière » tel que défini dans la première partie. En revanche, il pourrait être envisagé que le « droit de l'information financière » et le « droit des abus de marché » puissent intégrer la notion plus générale de « droit des marchés financiers », qui peut s'entendre du « droit spécifique à la naissance et au fonctionnement de la bourse » qui « regroupe les lois et règlements relatifs aux sociétés, aux titres cotés, aux marchés financiers, et aux professions intervenant directement ou indirectement sur les marchés ainsi que la jurisprudence correspondante » : Caroline FOURNIER-ÉMONET, Lila SAYEGH-GUERMAS, *La règlementation des marchés financiers européens*, Economica, Coll. « Gestion poche », 2007, p. 8.

[866] Agathe LEPAGE, Patrick MAISTRE DU CHAMBON et Renaud SALOMON, *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 3° éd. 2013, p. 438, avec une citation Jean LARGUIER et Philippe CONTE, *Droit pénal des affaires*, Armand Colin, Coll. « U », 11° éd., 2004, § 371.

CHAPITRE 1
L'ARTICULATION IMPARFAITE DU SYSTEME DE TRIPLE SANCTION DES ABUS DE MARCHE FRANÇAIS ET ITALIEN

582. L'utilité de la démarche comparative en matière de répression des abus de marché : La démarche comparative prend tout son sens dans ce domaine : il est nécessaire de dresser un panorama des systèmes français et italien de sanction, afin de mettre en lumière les différences persistantes, malgré l'adoption de la directive 2003/6/CE sur les abus de marché[867], et de vérifier si elles méritent ou non d'être dissipées. Ce bilan sera d'autant plus intéressant que les instances européennes ont voté, le 16 avril 2014, la directive n° 2014/57/UE[868] et le règlement (UE) n° 596/2014[869] destinés à combler les brèches que le précédent texte n'a pas réussi à effacer. L'analyse de ces deux nouvelles normes supranationales nous permettra donc de vérifier que les propositions des instances européennes sont susceptibles de consolider l'harmonisation déjà bien développée et de renforcer la répression administrative jugée insuffisante à l'issue de l'évaluation des effets de la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003. Si les sanctions administratives ont vu leur efficacité remise en cause par la directive du 16 avril 2014 au profit des sanctions pénales, il est une question qui n'est toujours pas abordée par ce texte, ni par le règlement adopté le même jour : celle de l'indemnisation des victimes d'infractions boursières. Dès lors, il convient de comprendre les imperfections de la double répression administrative et pénale des abus de marché (Section 1) avant d'étudier les difficultés relatives à la réparation des préjudices qui découlent de la commission d'abus de marché (Section 2).

[867] 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.

[868] 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.

[869] 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.

Section 1. La double voie de répression des abus de marché

583. Les sanctions susceptibles d'être prononcées à l'encontre des personnes physiques ayant commis des abus de marché : Il existe deux formes d'infractions, administratives et pénales, qui peuvent donner lieu à des sanctions de mêmes types. D'une part, en ce qui concerne les peines prononcées à l'encontre des personnes physiques par les juridictions répressives, c'est-à-dire par les autorités judiciaires, il en est qui correspondent aux peines principales et qui résident dans la privation de liberté et l'amende ; d'autres, qualifiées de peines accessoires, comme la confiscation ou les interdictions professionnelles, n'en sont pas moins efficaces. Malheureusement, les juridictions pénales françaises y ont peu recours malgré leur efficacité redoutable. Il convient de vérifier si ces mesures sont conformes à celles imposées par la directive n° 2014/57/UE précitée du 16 avril 2014 et si les écarts de *quanta* constatés entre la France et l'Italie sont tels qu'ils pourraient constituer des obstacles à une lutte efficace contre les abus de marché. Dans la catégorie des sanctions administratives, il est possible de retrouver la sanction pécuniaire ; par ailleurs, il existe là encore des mesures d'interdiction qui possèdent également une nature administrative en Italie, alors qu'elles revêtent un caractère disciplinaire en France et concernent certains professionnels des marchés financiers.

584. La sanction des personnes morales auxquelles sont imputés des abus de marché : À l'égard des personnes morales françaises et italiennes, il est également possible d'appliquer des sanctions suite à la commission d'abus de marché constitutifs d'infractions pénales ou de manquements administratifs. Alors que la directive « abus de marché » du 28 janvier 2003 n'évoquait absolument pas la situation de ces sujets de droit[870], la directive du 16 avril 2014 a au contraire imposé la mise en œuvre de leur responsabilité, même s'il n'est pas exigé que celle-ci soit de nature pénale[871]. L'article 8

[870] L'article 6, 10. de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 utilisait toutefois le terme d'« entité » pour désigner les sujets qui, aux côtés des émetteurs, étaient soumis à l'obligation de tenir un registre des personnes ayant accès à des informations privilégiées.

[871] L'article 9 de ladite directive dispose que « *Les États membres prennent les mesures nécessaires pour qu'une personne morale déclarée responsable en vertu de l'article 8 soit passible de sanctions effectives, proportionnées et dissuasives, qui incluent des amendes pénales ou non pénales et éventuellement d'autres sanctions* » ; par conséquent, si les sanctions prononcées à l'encontre des personnes morales ne doivent

de ce texte indique que « *Les États membres prennent les mesures nécessaires pour que les personnes morales puissent être tenues pour responsables des infractions visées aux articles 3 à 6, commises pour leur compte par toute personne agissant soit individuellement, soit en tant que membre d'un organe de ladite personne morale, et exerçant une fonction dirigeante en son sein* […] ». Une telle responsabilité devra être engagée y compris lorsque l'infraction est commise par un salarié et a été rendue possible par un défaut de surveillance ou de contrôle des dirigeants de la personne morale. Si le droit italien prévoit déjà cette hypothèse dans le décret législatif relatif à la responsabilité administrative dérivant d'une infraction pénale[872], le droit français n'a pas consacré au pénal une telle possibilité hors délégation de pouvoir valide[873]. Néanmoins, étant donné qu'il n'est pas expressément imposé que les poursuites engagées soient de nature pénale, il suffit qu'une société puisse se voir reprocher des abus de marché commis par des dirigeants ou des salariés, abstraction faite de la procédure suivie et de la nature pénale ou autre des sanctions encourues. Ainsi, la responsabilité des personnes morales résultant d'infractions pénales présente des dissemblances évidentes en France et en Italie.

585. La confrontation des sanctions administratives des abus de marché français et italiens : Il convient d'étudier chacune des modalités de sanction mises en œuvre par la Consob et l'Autorité des marchés financiers, pour estimer le degré de rapprochement des dispositifs français et italien de répression administrative des abus de marché. L'analyse des dispositions applicables montrera des mesures punitives très proches dans leur nature de celles instituées en matière pénale. Toutefois, alors que le système français fait varier le seuil des peines fixes en fonction de la qualité de l'auteur, à l'image de ce qui se fait également pour les délits d'abus d'informations privilégiées du Code monétaire et financier, l'Italie ne tient pas compte de ces distinctions. Cependant, les

---

pas nécessairement revêtir une nature pénale, il en est de même pour la responsabilité mise en œuvre à leur égard.

872 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.

873 Cass. crim., 9 nov. 1999, n° 98-81746, *Bull. crim.* 1999, n° 252, p. 786 ; Cass. crim., 14 déc. 1999, n° 99-80104, *Bull. crim.* 1999 n° 306, p. 947 ; Cass. crim., 26 juin 2001, n° 00-83466, *Bull. crim.* 2001, n° 161, p. 504, *Société Carrefour France* ; *JCP E* 21 fév. 2002, n° 8, comm. 371, note Daniel OHL ; *Dr. pén.* janv. 2002, n° 1, comm. 8, Jacques-Henri ROBERT.

deux ordres juridiques nationaux se rejoignent sur la possibilité pour les autorités administratives de moduler la peine en fonction de la gravité des manquements et profits éventuellement tirés de l'infraction.

586. Les différences persistantes entre les sanctions françaises et italiennes des abus de marché : Les deux États ont organisé leur système de répression autour de sanctions de mêmes types, mais des disparités significatives subsistent lorsqu'il s'agit d'examiner les *quanta* de ces dernières. Il en est de même lorsque l'on procède à l'analyse des critères de prononcé et de modulation de la peine. Enfin, il a rapidement été précisé dans le paragraphe précédent que la responsabilité des personnes morales diffère dans ses conditions de mise en œuvre. Ainsi, il convient de se demander si ces disparités sont susceptibles de constituer un obstacle à une répression efficace des abus de marché au sein de l'Union européenne. Dans le même sens, la confrontation des modalités de sanction des personnes morales pour le compte ou dans l'intérêt desquelles les abus de marché sont commis, fait apparaître des inégalités très intéressantes du point de vue des conditions de mise en œuvre de la responsabilité.
Il convient dès lors d'étudier la sanction des personnes physiques (Paragraphe 1) puis la responsabilité des personnes morales (Paragraphe 2) pour finir par la répression de la tentative dont les modalités diffèrent en France et en Italie (Paragraphe 3).

Paragraphe 1. La similarité des sanctions applicables aux personnes physiques

587. La multiplicité des sanctions applicables aux abus de marché : Les mesures répressives susceptibles d'être prononcées en cas d'abus d'informations privilégiées ou de manipulations de marché sont de natures administratives et pénales. Il existe des peines principales telles que les peines de privation de liberté et les sanctions pécuniaires, ces dernières constituant également les mesures phares prononcées par les autorités administratives de surveillance des marchés. Il est aussi possible de trouver des sanctions accessoires qui résident notamment dans des interdictions professionnelles, dans la confiscation qui peut frapper en particulier le produit des infractions ou encore la publication des condamnations prononcées, laquelle reste particulièrement infamante et nuisible à la réputation de l'auteur à l'encontre duquel

elle est infligée. De façon naturelle, les sanctions principales (A) seront présentées avant les sanctions accessoires (B).

A- La nature identique des sanctions principales françaises et italiennes

588. La combinaison de la peine privative de liberté et de la peine pécuniaire : Les sanctions principales encourues par les personnes physiques, de natures identiques, sont en France comme en Italie, l'amende (« *la multa* » pour les délits ou « *l'ammenda* » pour les contraventions) et la privation de liberté (« *la reclusione* » pour les infractions délictuelles ou « *l'arresto* » pour les infractions contraventionnelles) en matière pénale, et la sanction pécuniaire (« *sanzione amministrativa pecuniaria* ») du point de vue administratif. Pour l'ensemble de ces sanctions, les *quanta* ne sont pas aussi élevés dans les deux États, en particulier parce que l'Italie dispose toujours du système des peines minimales. Cependant, les deux législations ont adopté un principe de modulation du montant des amendes et mesures pécuniaires prononcées, notamment en fonction du profit réalisé par l'auteur des abus de marché. L'étude des sanctions principales montrera que si la privation de liberté à une forte valeur symbolique, elle n'est pas la plus prononcée (1), alors que le recours à la sanction pécuniaire est systématique (2). Pourtant, les autorités européennes préconisent un retour aux sanctions pénales et instituent mêmes des peines privatives de liberté.

1. L'effectivité contestée des peines privatives de liberté

589. Les *quanta* établis pour les peines privatives de liberté encourues en cas d'abus de marché italiens : Pour les comportements constitutifs d'abus d'informations privilégiées, l'Italie prévoit une peine unique pour tous les auteurs, sans tenir compte de leur qualité ni du fait que l'information privilégiée a pu être obtenu par son détenteur « *en raison de la préparation ou de l'exécution d'activités délictueuses* »[874]. Ainsi, toute personne qui possède une information privilégiée et qui l'utilise pour accomplir des transactions boursières, ou la communique à un tiers, ou encore recommande à ce

[874] Texte original : « *a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose* » (art. 184, al. 2 et 187-*bis*, al. 2, TUF).

dernier de réaliser une opération sur la base de cette information, encourt une peine d'emprisonnement d'une durée comprise entre deux et douze ans[875], depuis l'intervention de la loi n° 262 du 28 décembre 2005 qui a doublé les peines initialement encourues[876]. Depuis le décret législatif n° 101/2009 du 17 juillet 2009[877], entré en vigueur le 18 août de la même année, l'article 184 du texte unique en matière d'intermédiation financière, dans son alinéa 3-*bis*, prévoit une répression moindre lorsque les informations privilégiées concernent des instruments financiers admis à la négociation sur un système de négociation multilatéral italien, ou pour lesquels une telle admission a été demandée par l'émetteur ou autorisée[878] : la durée de la peine privative de liberté de nature contraventionnelle ne peut dépasser trois ans. A l'examen des peines qui existaient avant la réforme de l'épargne par la loi n° 262 de décembre 2005[879], l'on remarque que la peine maximale d'emprisonnement a été triplée[880].

590. Les *quantas* fixés pour les peines privatives de liberté sanctionnant les abus de marché français : Par conséquent, le dispositif de sanction italien présente des différences majeures avec le système français, qui a établi les peines en fonction de la catégorie d'initiés à laquelle appartient l'auteur de l'opération délictueuse et du comportement adopté par ce dernier. En effet, les initiés primaires et secondaires qui utilisent une information privilégiée encourent deux ans d'emprisonnement[881]. En revanche, lorsqu'ils communiquent l'information à un tiers, le maximum prévu par le législateur pour la peine privative de liberté est réduit à un an d'emprisonnement[882] et ce, depuis une récente loi du 22 mars 2012[883] qui est venue effacer la disparité qui

875 Art. 184, al. 1er et 2, TUF.

876 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.

877 D. lgs. n. 101 del 17 luglio 2009, 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 marzo 2009.

878 Art. 184, al. 3-bis qui renvoie à l'art. 180, al. 1er, lettre a, 2) qui vise : « gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammesi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autoritzzata dall'emittente ».

879 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.

880 Art. 180, TUF dans sa version en vigueur en 2004.

881 Art. L. 465-1, al. 1er, C. mon. fin.

882 Art. L. 465-1, al. 2, C. mon. fin.

883 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.

existait entre initiés primaires ou secondaires et initiés tertiaires. En effet, les initiés tertiaires, qu'ils utilisent l'information privilégiée ou qu'ils la communiquent à un tiers, sont susceptibles d'être condamnés à un an d'emprisonnement[884]. Cette dernière disposition prévoit également que « *Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement* […] ».

591. Les imperfections caractérisant les peines privatives de liberté susceptibles d'être prononcées en cas d'abus d'informations privilégiées : La confrontation des dispositifs français et italien de répression des abus d'informations privilégiées appelle plusieurs remarques. En premier lieu, les sanctions italiennes sont beaucoup plus élevées que les peines françaises : d'une part, la durée de l'emprisonnement est triplée en cas d'utilisation de l'information privilégiée, et d'autre part, elle est six fois plus importante en cas de communication de cette dernière.

En outre, de manière incohérente, le législateur français distingue, pour les initiés primaires et secondaires, l'utilisation de l'information privilégiée de sa communication, alors qu'une telle différence de traitement n'existe pas pour les initiés tertiaires. De même, en Italie, cette distinction ne se retrouve pas. Il est possible de penser que l'utilisation de l'information privilégiée en accomplissant des opérations sur le marché boursier, et donc l'exploitation d'une situation de privilège, semble plus grave que la simple communication de l'information à un tiers. Cependant, la répression des opérations d'initié vise à garantir l'égalité des investisseurs face à l'information disponible et doit limiter les situations avantageuses dont certains pourraient bénéficier. Or, le détenteur d'une information privilégiée qui communique un renseignement confidentiel à un tiers, en-dehors du cadre normal de ses fonctions ou de sa profession, étend à d'autres personnes l'asymétrie qui existe déjà, et augmente ainsi le risque que l'information soit exploitée sur le marché, au détriment des opérateurs qui ne la possèdent pas encore. Cette thèse est partagée par certains auteurs italiens qui précisent que « […] l'usage que peut faire le tiers de l'information dont il prend possession, ou en tout état de cause, le comportement adopté par celui-ci suite à la recommandation ou au conseil qu'il a reçu, ne revêt aucune importance : ***la ratio***

[884] Art. L. 465-1, al. 3, C. mon. fin.

de telles incriminations est d'éviter la formation d'un privilège d'information »[885]. Toutefois, il est possible d'admettre qu'avec l'utilisation de l'information privilégiée, le risque qu'une personne profite de sa situation s'est réalisé, alors qu'en cas de communication de l'information, ou de recommandation à un tiers d'accomplir une transaction, personne n'a pas encore tiré parti de l'information privilégiée, ce qui pourrait expliquer une sanction plus sévère dans la première hypothèse. L'Union européenne considère, quant à elle, que la communication illicite d'informations privilégiées, constitue un comportement moins grave que son utilisation ou que la recommandation d'une opération sur la base de cette dernière, puisqu'elle prévoit pour la première infraction une peine moitié moins importante que celle fixée pour les autres conduites[886].

592. La regrettable nature contraventionnelle de l'abus d'informations privilégiées italien portant sur les instruments échangés sur les sytèmes multilatéraux de négociation : L'atténuation des sanctions italiennes par l'article 184, alinéa 3-*bis*, est également étrange : en employant les termes « *ammenda* » et « *arresto* », le législateur italien fait de l'abus d'information privilégiée, lorsque celle-ci concerne « *des instruments financiers admis à la négociation sur un système de négociation multilatéral italien, ou pour lesquels une telle admission a été demandée par l'émetteur ou autorisée* » une contravention[887]. Selon l'article 17, alinéa 2 du Code pénal italien, l'*ammenda* qui désigne une peine pécuniaire et l'*arresto* qui consiste en une peine privative de liberté, sont de nature contraventionnelle. Le fait que les sanctions soient plus clémentes est compréhensible, puisque les systèmes multilatéraux de négociation sont soumis à des normes moins contraignantes que les marchés règlementés, même si les deux types de plateformes tendent à se rapprocher ces dernières années.

---

[885] Texte original : « ***Non assume rilevanza, pertanto, l'uso che il terzo possa fare della notizia di cui viene in possesso o, comunque, il comportamento da questi tenuto in conseguenza della raccomandazione o dell'induzione: la ratio di tali divieti è quella di evitare la formazione di privilegio informativo*** » *in* Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, p. 46.

[886] Art. 7, al. 1er et 2, de la directive du 16 avr. 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.).

[887] Art. 180, al. 1er, lettre *a*, 2), TUF.

Cependant, le choix de disqualifier l'opération d'initié ne paraît pas pertinent, puisque de ce fait, les abus d'informations privilégiées peuvent constituer, en Italie, un délit pénal, une contravention ou un manquement administratif. L'option retenue par le législateur est d'autant plus maladroite que la doctrine comme la jurisprudence italienne, cherchent en vain à distinguer le délit d'abus d'informations privilégiées du manquement administratif correspondant. Hormis le fait que l'infraction de nature pénale ne s'applique pas aux personnes qualifiées d'« initiés tertiaires » au sens précédemment défini, le manquement et le délit sont rédigés en des termes exactement identiques, ce qui empêche de les différencier. Le seul indice est la formule qui ouvre l'article 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière, relatif au manquement d'abus d'information privilégiée : « *Sans préjudice de l'application de sanctions pénales quand le fait est constitutif d'un délit*… »[888]. Cependant, si cette proposition confirme l'existence d'une distinction entre les deux figures d'abus d'informations privilégiées, elle ne donne aucune précision quant aux critères à employer pour déterminer quand doit s'appliquer la disposition relative au délit, ou à l'inverse, celle qui vise le manquement.

593. La singularité de la circonstance aggravante du délit français d'abus d'informations privilégiées : Pour finir, l'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et financier dispose que « *Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre* ». Cette circonstance aggravante présente deux défauts majeurs. En premier lieu, elle est située dans l'alinéa relatif aux initiés tertiaires, ce qui exclurait son application aux initiés primaires et secondaires. Cet alinéa a été ajouté par une loi du 15 novembre 2001[889], relative à la sécurité quotidienne, qui a fait suite aux attentats de New-York du 11 septembre 2001. Il semble difficile de justifier qu'une telle aggravation de la répression, destinée à empêcher que des criminels spéculent sur un effondrement de titres dû à leurs actions illicites, ne concerne que les initiés tertiaires. Cependant, en pratique, les initiés primaires et secondaires ont connaissance de l'information privilégiée du fait de

[888] Texte original : « *Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato* » (art. 187-*bis*, al. 1er, TUF).
[889] Loi n° 2001-1062 du 15 nov. 2001 relative à la sécurité quotidienne, J.O.R.F. n° 266 du 16 nov. 2001, p. 18215.

l'exercice de leurs fonctions ; il semble peu probable que dans ce cadre, l'information obtenue soit relative à la commission de crimes ou de délits, quoiqu'il reste possible d'envisager des informations concernant des infractions économiques ou d'affaires qui seraient incluses dans une stratégie d'entreprise par exemple.

Il convient de rappeler ici que cette circonstance aggravante n'existe pas en Italie, puisque l'article 184, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit que « *quiconque étant en possession d'une information privilégiée à raison de la préparation ou de l'exécution d'activités délictueuses* »[890] se voit appliquer les mêmes peines que celles prévues pour les initiés primaires et secondaires. L'existence d'une sévérité majeure dans cette hypothèse italienne aurait été plus justifiée qu'en France, si l'on considère que le détenteur de l'information privilégiée l'a obtenue alors qu'il préparait ou perpétrait un délit. La proposition de suppression de la qualité d'« initiés criminels », au profit d'une définition spéciale de l'information privilégiée consacrée à la préparation ou à la commission d'une infraction, est réitérée.

594. L'emprisonnement relatif aux manipulations de marché françaises : En France et en Italie, les sanctions prévues pour les diffusions d'informations fausses ou trompeuses sont les mêmes que pour les manipulations de cours, ce qui ne semble pas choquant puisque les premières peuvent être considérées comme une simple modalité de commission des secondes. Ainsi, les délits français de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulation de cours sont réprimés par un emprisonnement d'une durée de deux ans[891], à l'image de ce qui est prévu pour les abus d'informations privilégiées. Là encore, leur *quantum* est moindre par rapport à celui des peines encourues en Italie et cette faiblesse apparaît difficile à justifier au regard de la gravité des conduites de manipulation des cours notamment. D'ailleurs, ce dernier ne répond pas aux exigences récemment posées par l'Union européenne en matière de seuils pour les *maxima* légaux encourus pour les abus de marché[892].

595. Les peines privatives de liberté prononcées à l'encontre de l'agiotage italien accompli sur les marchés hors cote et non règlementés : En Italie, les sanctions sont

[890] Texte original « *chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose* » (art. 184, al. 2, TUF).

[891] Art. L. 465-2, al. 1er et 2, C. mon. fin.

[892] Cf. 3 paragraphes plus loin des présents travaux.

relativement homogènes et de manière incontestable, plus sévères qu'en France. En effet, pour le délit d'agiotage de l'article 2637 du Code civil qui concerne les instruments financiers non cotés ou pour lesquels aucune requête d'admission aux négociations sur un marché règlementé n'a été présentée, la durée de l'emprisonnement est comprise entre un et cinq ans. Même si aucune amende pénale n'a été prévue par le législateur, la peine privative de liberté maximale est plus de deux fois supérieure à la sanction française qui elle, a trait aux manipulations de marché relatives aux instruments financiers négociés sur un marché règlementé.

Cependant, l'article 2640 du Code civil italien prévoit que la peine est atténuée lorsque les faits constitutifs du délit ont causé « *un dommage d'une particulière légèreté* » [893]. Dans ce cas, l'article 65 du Code pénal qui vise les diminutions de peines appliquées en cas de circonstance atténuante unique établit que les peines autres que la perpétuité sont diminuées d'un tiers[894]. De ce fait, pour l'agiotage du Code civil, l'emprisonnement verra sa durée réduite de huit à quarante mois, ce qui excède toujours la sanction française de deux ans de peine privative de liberté. Se pose la question de savoir ce que constitue en matière boursière « *un dommage d'une particulière légèreté* », d'autant que pour être caractérisé, l'agiotage doit avoir été commis par le biais d'une diffusion d'informations ou par la mise en œuvre d'opérations simulées ou artifices « *de natures à provoquer une altération sensible du cours des instruments financiers non cotés ou pour lesquels n'a pas été présentée une requête d'admission aux négociations sur un marché règlementé*[895] ». Il est vrai qu'il n'est pas nécessaire qu'une telle modification des cours se vérifie ; cependant, si l'altération « sensible » se produit, il y a peu de chances que le juge correctionnel retienne la légèreté du dommage.

596. La peine privative de liberté des manipulations de marché italiennes relatives aux instruments financiers négociés sur les marchés règlementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation : En deuxième lieu, l'article 185, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit une peine d'emprisonnement d'une durée de deux à douze années, depuis le doublement des

[893] Texte original : « *un'offesa di particolare tenuità* » (art. 2640, C. civ. it.).

[894] Art. 65, al. 3, C. pén. it.

[895] Texte original : « *idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato* » (art. 2637, C. civ. It.).

peines par la loi n° 262 du 28 décembre 2005[896]. Là encore, les peines sont beaucoup plus hautes qu'en France, alors que la répression couvre les marchés règlementés dans les deux pays. Cette sévérité se caractérise par plusieurs aspects. Le législateur italien a instauré des peines minimales : elle est d'un an pour l'emprisonnement – ainsi elle équivaut à la moitié du *quantum* de la sanction française. Concernant les *minima*, se pose à nouveau la question du respect des principes de proportionnalité des peines et d'individualisation des sanctions.

L'infraction est disqualifiée en contravention et la peine réduite à une peine privative de liberté dont la durée ne peut dépasser trois ans, lorsque la diffusion d'informations fausses ou la manipulation de cours concerne des instruments financiers négociés sur un système multilatéral de négociations italien ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel système a été présentée par l'émetteur[897]. De manière identique à ce qui a été dit pour le délit d'abus d'informations privilégiées, il est difficile de comprendre que le législateur ait choisi de créer[898] une infraction de nature contraventionnelle à côté du délit et du manquement administratif déjà existants, alors que la doctrine et la jurisprudence éprouvent des difficultés à distinguer ces deux derniers et que la règlementation ayant trait aux deux types de plateformes tend à converger toujours plus.

597. Les peines privatives de liberté relatives aux manipulations de marché applicables aux bourses de commerce : Pour finir, l'article 501 du Code pénal italien réprime par un emprisonnement d'une durée maximale de trois ans, le délit d'augmentation et de diminution frauduleuse des cours sur le marché public et dans les bourses de commerce. Comme il concerne à la fois des marchandises et des titres cotés en bourse, ou au moins négociés sur le marché public italien, ce délit apparaît moins grave que les deux précédents. Le caractère moins offensif de l'infraction est notable, en particulier du fait de l'absence de peine minimale d'emprisonnement.

---

[896] 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.

[897] Art. 185, 2-*bis*, TUF.

[898] D.lgs. n. 101 del 17 giugno 2009. 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 marzo 2009.

Le délit prévu par l'article 501 du Code pénal, comme toute autre manipulation de marché, est une infraction formelle ; ainsi, la vérification de l'augmentation ou de la diminution du cours des marchandises ou des valeurs est sans incidence sur la consommation du délit. Cependant, si celle-ci survient, la peine est augmentée selon les modalités de l'article 64 du Code pénal, c'est-à-dire à hauteur d'un tiers du *quantum* initial. Par conséquent, la survenance de l'altération des cours entraîne un emprisonnement maximal de quatre ans[899].

En revanche, les peines sont doublées par rapport aux *quanta* fixés par le législateur si le délit a été commis pour favoriser des intérêts étrangers ou si de la commission de cette infraction, découle « *une dépréciation de la monnaie nationale ou des titres de l'État* »[900]. Concernant la seconde hypothèse d'aggravation de la répression, aucune précision n'a été donnée par le législateur pour déterminer quand il est possible de considérer qu'une dépréciation de la monnaie nationale est caractérisée. Toutefois, comme pour l'altération des cours visée par les délits de manipulations de marché, la dépréciation semble devoir être assez importante pour excéder les variations « courantes » que peut subir une monnaie. Par ailleurs, les circonstances aggravantes sont justifiées par l'atteinte aux intérêts nationaux résultant de la diffusion d'informations fausses, exagérées ou tendancieuses ou de la manipulation de cours. Les peines augmentées – jusqu'à six ans d'emprisonnement pour la peine privative de liberté – ne semblent pourtant pas excessives au regard de la valeur juridique lésée.

598. Le prononcé limité des peines privatives de liberté : Les peines privatives de liberté, qui restent l'apanage du juge pénal, ne sont pas celles qui ont le plus la faveur des magistrats français. Leur prononcé est plutôt rare et elles sont souvent d'une durée inférieure à un an d'emprisonnement, ce qui permet incontestablement aux condamnés de bénéficier de mesures d'aménagement ; elles peuvent être également assorties du sursis[901]. En Italie, la peine de réclusion est plus fréquente et atteint assez souvent une durée au moins égale à la moitié de la peine maximale encourue[902].

---

[899] Art. 501, al. 2, C. pén. it.

[900] Texte original : « *un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato* », (art. 501, al. 3, C. pén. it.).

[901] V. à titre d'exemples pour deux decisions ayant abouti à de l'emprisonnement : Cass. crim., 26 oct. 1995, n° 94-83780 ; *Bull crim.* 1995, n° 324, p. 908 : les peines prononcées sont deux emprisonnements de deux ans dont un an assorti du sursis, dix-huit mois d'emprisonnement dont un an assorti du sursis et quinze mois intégralement assortis du sursis.

Malgré le prononcé plus systématique des sanctions pécuniaires, l'Union européenne prône le retour aux sanctions pénales, et plus précisément aux sanctions privatives de liberté comme l'indique l'article 7, alinéa 1er de la directive n° 2014/57/UE[903] qui impose la mise en place de « *sanctions pénales effectives, proportionnées et dissuasives* », dont l'emprisonnement. Elle ajoute un seuil minimal au-dessous duquel le maximum légal encouru pour les abus de marché ne devra pas descendre : il s'agit de la durée de deux ans pour la divulgation d'informations privilégiées et de la durée de quatre ans pour les utilisations illicites d'informations privilégiées, les recommandations émises ou incitations effectuées sur la base de telles informations, ainsi que pour les manipulations de cours.

599. Les conséquences des nouvelles prévisions sur le système français de sanction des abus de marché : Si la majorité des peines italiennes répondent déjà aux exigences posées par la directive européenne du 16 avril 2014, il n'en est pas de même de celles instituées par les législateurs français. Les abus d'informations privilégiées, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours des articles L. 465-1, et L. 465-2 du Code monétaire et financier français voient leurs peines encourues limitées à deux ans d'emprisonnement (ou à un an relativement à la communication d'informations privilégiées), ce qui correspond à la moitié de la durée minimale du maximum légal encouru fixé par l'Union européenne. C'est pourquoi, la proposition de loi n° 19 déposée au Sénat le 7 octobre 2015[904], prévoit dans son article 3, alinéa 1, 1°, *b*) une peine de cinq ans d'emprisonnement pour les initiés primaires et secondaires qui utilisent une information privilégiée, ou recommandent une opération boursière fondée sur cette dernière. La peine privative de liberté de la communication illicite, commise là encore par les initiés primaires ou secondaires, est quant à elle portée à trois ans d'emprisonnement, ce qui reste supérieur aux deux ans minimaux

---

Une autre peine de huit mois d'emprisonnement assortis du sursis a pu être infligée consécutivement à une diffusion d'informations fausses ou trompeuses : Cass. crim., 2 avr. 2008, n° 07-85179, inédit.

[902] Trib. Milano, sez. pen. II, 28 mai 2011 (dep. 10 ott. 2011), n. 6605, *Antonveneta* : alors que le maximum légal encouru s'élève à six ans de réclusion, les peines prononcées par la juridiction dans cette affaire sont de six ans, de quatre ans, de trois ans, de deux ans et huit mois, d'un an et huit mois, d'un an et six mois.

[903] 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.

[904] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

requis par les instances européennes[905]. Elle équivaut à la nouvelle peine prévue pour les initiés tertiaires qui encourent également trois ans d'emprisonnement, qu'ils communiquent ou utilisent l'information privilégiée[906]. Ainsi, il est souhaitable que la proposition soit d'ores et déjà modifiée puisqu'elle montre sa première incohérence : pourquoi établir une peine différente pour les initiés primaires et secondaires en fonction de la nature de l'infraction commise, alors que les initiés tertiaires sont soumis au même régime de sanction pour tous les abus d'informations privilégiées ? D'autre part, sûrement par inadvertance, la proposition de loi ne suggère aucune modification des peines encourues en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de manipulation de cours, alors qu'elles sont pour le moment limitées à deux ans d'emprisonnement et que de ce fait, elles n'atteignent pas le seuil de quatre ans exigés par l'Union européenne.

600. Les circonstances aggravantes prévues par la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 : Par ailleurs, l'article 3, alinéa 1, 1°, *e*) envisage l'adjonction d'un second paragraphe à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier relatif aux circonstances aggravantes applicables aux abus d'information privilégiée. La bande organisée augmente la peine jusqu'à dix ans d'emprisonnement pour les initiés primaires et secondaires qui utilisent l'information privilégiée, ou recommandent une opération sur la base d'une telle information à un tiers[907], et à sept ans d'emprisonnement pour les mêmes personnes qui communiquent de façon illicite l'information privilégiée, ou pour les initiés tertiaires quelle que soit l'infraction commise[908].

Quant à la circonstance aggravante appliquée lorsque l'information financière concerne la commission d'un crime ou d'un délit, et qui augmente le maximum légal encouru à sept ans d'emprisonnement, la nature de l'infraction et la qualité d'initiés étant indifférentes, la peine d'emprisonnement qui y est attachée demeurera inchangée contrairement à la peine d'amende. Toutefois, le législateur pourrait en profiter pour éclaircir son champ d'application exact en la supprimant de l'article L. 465-1, alinéa 3 pour la transposer dans le futur paragraphe II de cet article : ainsi elle s'appliquerait de façon certaine à tous les abus d'informations privilégiées, quelle que soit la qualité de

[905] Article 3, alinéa 1, 1°, *c*) de la proposition de loi du 7 oct. 2015.
[906] Article 3, alinéa 1, 1°, *d*) de la même proposition.
[907] Article 3, alinéa 1, 1°, *e*), al. 1er.
[908] Article 3, alinéa 1, 1°, *e*), al. 2.

l'initié. À moins que le législateur ne la laisse intentionnellement dans cet alinéa parce qu'il estime que seuls les initiés tertiaires sont susceptibles de disposer d'informations relatives à la commission d'un crime ou d'un délit, ce qui concrètement paraît dénuer de tout fondement.

601. La conformité partielle des *quanta* des peines privatives de liberté des infractions italiennes : L'article 2637 du Code civil italien consacré à la sanction de l'agiotage commis sur les instruments financiers non cotés ou non admis aux négociations sur un marché règlementé est parfaitement conforme aux prévisions de l'article 7 de la directive européenne n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[909], puisqu'il prévoit une peine de réclusion dont la durée peut s'élever jusqu'à cinq ans. Il en est de même pour les articles 184, alinéa 1er et 185, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière qui prévoient un maximum légal encouru de six ans de réclusion pour les abus d'informations privilégiées et les manipulations de marché ayant pour objet les instruments financiers négociés sur les marchés réglementés, ou pour lesquels une requête d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée à l'autorité compétente. En revanche, l'article 3-*bis* de l'article 184 relatif aux abus d'informations privilégiées qui porte sur les instruments négociés sur les systèmes multilatéraux de négociations, et l'alinéa 2-*bis* de l'article 185 consacré aux manipulations de marché réalisées sur des plates-formes identiques, ne prévoit qu'une peine d'arrestation à hauteur de trois ans, du fait de la nature contraventionnelle desdites infractions.

Or, en vertu de l'article 1er, alinéa 2 de la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014, les sanctions pénales s'appliquent aux infractions précédemment mentionnées dès lors qu'elle porte sur des instruments financiers négociés sur des marchés réglementés, sur des systèmes multilatéraux de négociations ou encore sur les systèmes organisés de négociations. Toutefois, si cette disposition indique que des sanctions pénales doivent être prononcées dans toutes ces hypothèses, elle n'impose pas que ces dernières possèdent toutes le même maximum légal encouru. D'ailleurs, l'alinéa 1er des articles 3, 4 et 5 de la directive, consacrés à la définition des différents abus de marché précise que

[909] 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.

« *Les États membres prennent les mesures nécessaires pour faire en sorte* [que les comportements visés aux présents articles] *constituent des infractions pénales, au moins dans les cas graves et lorsque ces actes sont commis intentionnellement* ».

602. Une nécessité absolue de rehausser la peine des abus de marché relatifs aux systèmes multilatéraux de négociation ? : Par conséquent, dès lors que l'article 7, alinéa 2 posant un seuil minimal de quatre ans d'emprisonnement pour le maximum légal encouru, se pose la question de savoir si la nature de la plateforme sur laquelle sont échangés les instruments financiers objets des abus de marché est susceptible de constituer un critère permettant de déterminer la gravité de l'infraction. Les considérants n° 11[910] et 12[911] de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 nous donne des circonstances entraînant une présomption de gravité à l'égard des abus d'information privilégiée d'une part, et des manipulations de marché d'autre part. Parmi elles, ne figure pas la nature de la plateforme sur laquelle sont négociés les titres. Toutefois, la formulation de ces considérants qui expliquent que « *les autres circonstances dont il peut être tenu compte sont, par exemple…* » invite à considérer comme non exhaustive la liste des critères indiqués. Néanmoins cette rédaction ne vaut que pour l'applicabilité de la présomption de gravité posée à l'égard des habits d'information privilégiée, mais ne se retrouve pas dans la disposition relative à la présomption de gravité qui concerne les manipulations de marché. Néanmoins, une interprétation téléologique des dispositions, ainsi que la nécessité d'adapter constamment les dispositions qui existent en matière boursière, matière changeante et dynamique, il ne paraît pas incongru de supposer qu'y compris pour ce deuxième type d'infraction, les critères proposés sont également non limitatifs. Par ailleurs, il ne s'agit

---

910 « *Aux fins de la présente directive, les opérations d'initiés et la divulgation illicite d'informations privilégiées devraient être réputées graves lorsque l'incidence sur l'intégrité du marché, le bénéfice réel ou potentiel engrangé ou la perte évitée, l'importance du préjudice causé au marché ou la valeur globale des instruments financiers négociés sont élevés. Les autres circonstances dont il peut être tenu compte sont, par exemple, lorsqu'une infraction a été commise dans le cadre d'une organisation criminelle ou lorsque la personne a commis une infraction similaire dans le passé* » (considérant n° 11 de la directive du 16 avril 2014).

911 « *Aux fins de la présente directive, les manipulations de marché devraient être réputées graves lorsque l'incidence sur l'intégrité du marché, le bénéfice réel ou potentiel engrangé ou la perte évitée, l'importance du préjudice causé au marché ou de la modification apportée à la valeur de l'instrument financier ou au contrat au comptant sur matières premières ou au montant des fonds utilisés à l'origine sont élevés ou que la manipulation est effectuée par une personne employée ou travaillant dans le secteur financier ou au sein d'une autorité de surveillance ou de réglementation* » (considérant n° 12 de la directive du 16 avril 2014).

que de critères finalisés à estimer si la présomption de gravité doit s'appliquer ou non, mais ils n'ont pas été directement institués pour apprécier la gravité des infractions.
Par conséquent, du fait d'une réglementation en matière d'information financière moins développée sur les systèmes multilatéraux ou organisés de négociation que celle à laquelle sont soumis les marchés réglementés, les abus de marché réalisé sur les premières plateformes devraient pouvoir être considérés comme moins graves que ceux commis sur les marchés réglementés ; il est également possible de se demander s'ils atteignent le seuil de gravité exigé par les autorités européennes pour instituer des sanctions pénales, dont le maximum légal encouru correspondant à la peine privative de liberté atteint au moins quatre ans. Une réponse négative permettrait d'une part, de conserver l'intérêt d'une distinction entre marchés réglementés et autres plates-formes susceptibles d'être concerné par la répression, même s'il a été vu que leurs régimes de transparence financière ne cessaient de se rapprocher ; d'autre part, l'absence de gravité suffisante pour appliquer les sanctions pénales selon les modalités fixées par l'article 7 de la directive n° 2014/57/UE, laisserait la possibilité aux législateurs italiens de ne pas modifier les peines encourues pour les abus de marché accomplis sur des instruments financiers admis à négociations sur un système multilatéral des négociations – peines qui s'évlèvent à trois ans de réclusion. Le même raisonnement pourrait être adopté pour les infractions commises à l'article 501 du Code pénal italien qui limite également la peine à trois ans de réclusion.

2. Le recours systématique à la sanction pécuniaire

603. Le double montant des sanctions pécuniaires encourues en matière d'abus de marché : Qu'il s'agisse du versant administratif ou du versant pénal des abus d'informations privilégiées ou des manipulations de marché, les autorités administratives et les législateurs français et italiens ont décidé d'instituer des sanctions pécuniaires, très utilisées par les différentes autorités de sanction, et dont le montant peut être limité de deux façons. D'une part, il existe un seuil fixe au-delà duquel l'Autorité des marchés financiers, la Consob ou les juridictions répressives de l'ordre judiciaire ne peuvent aller dès lors qu'aucun profit n'a été dégagé suite à l'infraction, ou lorsque celui-ci ne peut être calculé. D'autre part, dès lors qu'un tel profit est déterminable, alors les autorités de sanction administrative ou judiciaire peuvent

appliquer un coefficient multiplicateur à ce profit pour infliger une sanction pécuniaire proportionnelle à ce dernier.

604. Les montants inégaux des peines d'amende fixées par les législateurs français et italien pour les abus d'informations privilégiées : L'article L. 465-1, alinéa 1er du Code monétaire et financier français prévoit une amende qui peut atteindre 1,5 million d'euros pour les initiés primaires et secondaires qui utilisent de façon illicite une information privilégiée, ou qui recommandent à des tiers de procéder à une telle opération. En revanche, la communication est illicite d'informations privilégiées est susceptible de donner lieu à une amende pouvant atteindre 150 000 euros lorsqu'elle est commise par ces mêmes individus[912], alors que les initiés tertiaires encourent également cette peine qu'ils utilisent ou communiquent lesdites informations[913]. Toutefois, l'amende voit à nouveau son montant augmenté jusqu'à 1,5 million d'euros lorsque l'information privilégiée se réfère à la commission d'un crime ou d'un délit[914]. Toutes les remarques relatives aux incohérences caractérisant le régime de sanctions des différents délits peuvent être à nouveau formulées quant aux peines d'amende : se pose toujours la question du champ d'application de la circonstance aggravante et par ailleurs, il ne semble toujours pas aisé d'expliquer le fait que les initiés tertiaires encourent la même peine quelle que soit l'infraction commise, bien qu'une distinction soit établie pour les initiés primaires et secondaires.

Le législateur italien prévoit pour l'abus d'informations privilégiées, quelle que soit la qualité de son auteur et la forme de l'infraction, une peine d'amende dont le montant ne peut être inférieur à 40 000 euros ni supérieur à 6 millions d'euros[915]. Ce montant est réduit à 103 291 euros en cas d'infraction portant sur les instruments financiers négociés sur les systèmes multilatéraux de négociations[916]. Se pose toujours la question de savoir si une telle différence de maximum légal encouru peut toujours être justifiée à l'heure actuelle au regard de la convergence croissante des règles en matière d'information financière applicable aux marchés réglementés et aux systèmes

[912] Art. L. 465-1, al. 2, C. mon. fin.
[913] Art. L. 465-1, al. 3, C. mon. fin.
[914] Art. L. 465-1, al. 3, *in fine*, C. mon. fin.
[915] Art. 184, al. 1er, TUF.
[916] Art. 184, al. 3-*bis*, TUF.

multilatéraux de négociation, et au vu de l'exigence de l'Union européenne d'étendre la répression des abus de marché à cette dernière catégorie de plateformes.

605. L'asymétrie des peines d'amendes prononcées à l'encontre des auteurs français et italiens de manipulation de marché : La même peine de 1,5 millions d'euros est appliquée aux diffusions d'informations fausses ou trompeuses et aux manipulations de cours respectivement réprimées aux alinéas 2 et 1, de l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier français lorsqu'elles portent sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, et à l'article L. 465-2-1 du même code lorsqu'elles ont pour objet un indice de référence. Quant au législateur italien, il n'a prévu aucune peine d'amende pour l'agiotage de l'article 2637 du Code civil italien portant sur les marchés hors cote ou sur les instruments financiers qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé, ce qui apparaît surprenant au regard de la nature économique et financière de l'infraction. Le *quantum* de la peine est compris entre 516 et 25 822 euros lorsqu'il concerne l'augmentation ou la diminution frauduleuses des cours dans les bourses de commerce ou sur le marché public italien. Enfin, et de façon bien plus dissuasive, les manipulations de marché ayant trait aux marchés réglementés sont susceptibles de donner lieu à une amende dont le montant ne peut être inférieur à 40 000 euros ni supérieur à 10 millions d'euros[917], alors que celles qui portent sur les instruments financiers négociés sur les systèmes multilatéraux de négociation ne peut dépasser un seuil de 103 291 euros[918]. La remarque formulée dans le paragraphe précédent et relative à la disparité de traitement entre les diverses plateformes visées à l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière peut être réitérée quant à l'infraction de manipulation de marché.

606. Analyse comparative des peines d'amende françaises et italiennes : La confrontation des peines d'amende françaises et italiennes applicables aux abus de marché appelle plusieurs remarques.

Pour commencer, les sanctions italiennes sont beaucoup plus élevées que les peines françaises : le montant de l'amende est quatre fois plus important en cas d'utilisation de

[917] Art. 185, al. 1er, TUF.

[918] Art. 185, al. 2-bis, TUF.

l'information privilégiée ou de manipulation de marché, et quarante fois supérieur au montant français en cas de communication de cette dernière. Il serait possible de minimiser l'impact de cet écart entre la répression française et italienne, étant donné que les magistrats français aussi la possibilité de prononcer une amende dont le montant peut atteindre le décupler des profits réalisés ; cependant, l'argument peut être rapidement renversé dès lors qu'une telle faculté disparaîtra lorsqu'il est impossible pour l'autorité de sanction de calculer ce profit.

Par ailleurs, l'auteur italien d'un abus d'information privilégiée, s'il est condamné à une amende, verra automatiquement le montant de celle-ci fixé au minimum à 40 000 euros. Il est possible de douter de la conformité d'une telle règle aux principes de nécessité et de proportionnalité des peines, qui implique en conséquence une personnalisation de ces dernières par la juridiction de jugement. Pour s'en convaincre, il suffit de penser aux initiés secondaires, dans l'acception française de la catégorie, qui par hasard obtiennent une information privilégiée lorsqu'ils exercent leurs fonctions, savent que cette information n'a pas encore été rendue publique, et qui, bien qu'ils ne soient pas familiers des marchés financiers tentent leur chance en réalisant quelques transaction qui leur rapportent une somme modeste, laquelle peut aisément être inférieure à 20 000 euros si les investisseurs se sont montrés extrêmement prudents. Dans ce cas-ci, il ne paraît pas décent, en vertu des principes susmentionnés, de condamner l'auteur des opérations à une amende dont le montant peut amplement dépasser le gain obtenu.

607. La disparité dans les montants des sanctions administratives pécuniaires : Alors que les peines prononcées par les juridictions répressives de l'ordre judiciaire sont bien plus importantes en Italie qu'en France, les sanctions pécuniaires prononcées par les autorités administratives s'avèrent bien plus sévères dans le second pays que dans le premier. Ainsi, alors que leur montant peuvent atteindre jusqu'à 100 millions d'euros pour les auteurs français de manquements administratifs constitutifs d'abus de marché, elles ne peuvent dépasser en Italie 15 millions d'euros pour les abus d'informations privilégiées et 25 millions d'euros pour les manipulations de marché.

Plus précisément, l'Autorité des marchés financiers a choisi de distinguer les sanctions encourues en fonction de la qualité de professionnel ou non de l'auteur du manquement, quel que soit le type d'abus de marché commis. Une telle distinction ne se retrouve pas dans le texte italien qui prévoit une sanction pécuniaire unique pour tous les initiés, y

compris pour ceux qui ont obtenu l'information privilégiée en raison de la préparation ou de l'exécution d'activités délictueuses. Les mêmes mesures punitives s'appliquent aux personnes qualifiées d'initiés tertiaires au sens de la classification tripartite, lesquelles ne sont pas concernées par la répression du délit italien correspondant. Cette sanction administrative atteint, de façon vertigineuse, un montant compris entre 100 000 et 15 millions d'euros[919], depuis que son quantum a été quintuplé par la loi du 28 décembre 2005 relative à la protection de l'épargne[920]. Les manipulations de marché font l'objet d'une répression identique[921].

En France, les professionnels qui commettent un abus de marché dans son versant administratif encourent une sanction de nature pécuniaire, dont le montant est, là encore, démesuré puisqu'il peut atteindre 100 millions d'euros ; les personnes concernées par cette mesure sont celles visées aux 1° à 8°, 11° et 12°, 15° à 17° de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier[922], à savoir les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ainsi que les personnes morales placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ; les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers ; les dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers. Pour les personnes physiques qui agissent pour le compte de celles précédemment mentionnées ou sous leur autorité, le montant maximal prévu pour la sanction disciplinaire s'élève à 1,5 million d'euros. Ces sanctions ont été décuplées par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière[923], puisque avant cette réforme le montant maximal de la sanction pécuniaire ne pouvait dépasser 10 millions d'euros. Enfin, l'article L. 621-15, II, *c*), du Code monétaire et financier précise que pour les personnes autres que celles mentionnées au II de l'article L. 621-9 du même code, c'est-à-dire les non professionnels, la sanction administrative pécuniaire peut s'élever jusqu'à 100 millions d'euros ou être portée jusqu'au décuple des profits éventuellement réalisés.

---

919 Art. 187-*bis*, al. 1er et 4, TUF.

920 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.

921 Art. 187-*ter*, al. 1er, TUF.

922 Art. L. 621-15, III, *a*), C. mon. fin.

923 Loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247 du 23 oct. 2010, p. 18984.

608. La modification des contours de la catégorie des personnes physiques sanctionnées par l'article L. 621-15, III, alinéa 1er, b) du Code monétaire et financier envisagée par la proposition de loi du 17 octobre 2015 : L'article 4, 2°, a) de la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[924] propose d'ajouter aux côtés des ces personnes physiques, qui peuvent en partie être assimilées à des préposés, celles « *exerçant des fonctions dirigeantes au sens de l'article L. 533-25* ». Une telle suggestion appelle deux remarques.

D'une part, pourquoi évoquer les dirigeants de l'article L. 533-25 du Code monétaire et financier, alors que l'article L. 465-1, alinéa 1er du même code, consacré à la sanction des initiés primaires qui commettent un abus d'information privilégiée, vise les dirigeants de l'article L. 225-109 du Code de commerce français. Il aurait été judicieux de se référer à la même disposition afin d'assurer une cohérence entre la répression administrative et la répression pénale des abus de marché, d'autant que les deux dispositions évoquent sensiblement les mêmes personnes[925].

D'autre part, si l'article L. 621-15, III, alinéa 1er, b) se réfère explicitement, dans sa nouvelle version, aux personnes physiques qui agissent pour le compte ou sont placées sous l'autorité des professionnels mentionnés au a), ainsi qu'à celles qui exercent des fonctions dirigeantes, cela sous-entend que les personnes morales qui revêtent ces mêmes qualités relèvent du a) qui lui sanctionne « *toute personne* » sans autre précision[926].

609. Les incohérences caractérisant les sanctions pécuniaires : Comme pour les abus de marché de nature pénale, les dispositifs de sanction français et italien présentent quelques défauts et manquent de cohérence. La sanction pécuniaire la plus

---

[924] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[925] L'article L. 225-109, alinéa 1er du Code de commerce mentionne « *le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales* », tandis que l'article L. 533-25 du Code monétaire et financier cite dans son premier alinéa « *Les membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance et du directoire, le directeur général et les directeurs généraux délégués ainsi que toute autre personne ou membre d'un organe exerçant des fonctions équivalentes* » (art. L. 533-25, al. 1er, 1°, C. mon. fin.) et les personnes qui exercent effectivement la direction de l'entreprise non comprises dans les précédentes925 (art. L. 533-25, al. 1er, 2°, C. mon. fin.).

[926] V. en ce sens Régis VABRE, Alexandra THIL, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, 1er avr. 2014, mise à jour du 22 mai 2015, spéc. § 88.

élevée en France, dont le montant s'élève à 100 millions d'euros, est plus de six fois supérieure à celle fixée en Italie, puisque cette dernière ne peut excéder 15 millions d'euros. En outre, les personnes non professionnelles poursuivies en France pour un manquement d'initié tombent sous le coup des mêmes sanctions que les professionnels de l'article L. 621-9, II du Code monétaire et financier, et sont même plus sévèrement punies que les personnes qui agissent sous l'autorité ou pour le compte de ces derniers. Par ailleurs, en Italie, tous les auteurs d'abus d'information privilégiée dans son versant administratif, encourent la même sanction, quelle que soit leur qualité. Or, il ne semble pas judicieux de placer sous un même régime de sanctions les dirigeants ou actionnaire majoritaire d'un émetteur, et les personnes sans aucun lien avec l'émetteur qui obtiennent le renseignement confidentiel de façon fortuite et qui utilisent ce dernier sans réellement mesurer la portée de leur action.

610. Les doutes légitimes quant à la proportionnalité des sanctions pécuniaires encourues à la gravité de l'infraction : Enfin, la sanction susceptible d'être prononcée par la Consob en cas d'abus de marché atteint au minimum 100 000 euros, ce qui peut paraître disproportionné au regard de certaines opérations et de l'absence de qualité de professionnel de quelques auteurs potentiels. À nouveau, les montants colossaux des sanctions pécuniaires établies en matière d'infractions boursières ne semblent pas en conformité avec le principe de nécessité et de proportionnalité des sanctions administratives. Sur ce point, la directive communautaire « abus de marché » du 28 janvier 2003 affirme, dans le trente-huitième considérant, que « *les sanctions devraient être suffisamment dissuasives,* ***proportionnées à la gravité de l'infraction et aux profits réalisés*** *et devraient être appliquées de manière cohérente* » et ce, « *afin de garantir au cadre communautaire relatif aux abus de marché une efficacité appropriée* ». Il n'est pas certain que la cohérence et la proportionnalité souhaitées par le droit communautaire soient respectées. En effet, les sanctions administratives pécuniaires sont plus lourdes que les amendes pénales[927], alors que la procédure devant les autorités administratives indépendantes présentent moins de garanties procédurales pour les justiciables que les poursuites pénales mises en œuvre par les autorités judiciaires.

[927] En France, le montant des sanctions administratives peut être 66 fois plus élevé que celui des amendes pénales ; en Italie, le montant de ces dernières équivaut à un cinquième du montant maximal prévu pour les sanctions administratives pécuniaires.

611. La remise en cause consécutive de la place du droit pénal en matière d'abus de marché : La norme pénale intervient en dernier recours, lorsque la valeur sociale que le législateur tend à protéger ne peut être sauvegardée par d'autres types de sanctions, par exemple civiles ou administratives. Or, si les autorités administratives de surveillance des marchés peuvent, par application de leur pouvoir de sanction, infliger des mesures plus contraignantes et plus sévères que celles que les juges répressifs ont la faculté de mettre en œuvre, se pose la question de la nécessité d'ériger les conduites d'abus de marché en infractions pénales.

En France, le Conseil constitutionnel, dans une décision relative à l'amende fiscale susceptible d'être prononcée en cas de renseignements inexacts fournis aux fins d'obtenir la prime pour l'emploi[928], a affirmé que l'article 8 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789 sur la nécessité des peines, s'appliquait « à toute sanction ayant le caractère de punition » et a rappelé « qu'une peine ne peut être infligée qu'à la condition que soient respectés les principes de légalité des délits et des peines, de nécessité des peines, et de non-rétroactivité de la loi répressive plus sévère [...] »[929]. Le Conseil d'Etat a récemment rappelé cette solution en affirmant que « la décision par laquelle la commission des sanctions rend publique la sanction prononcée se trouve nécessairement soumise [...], au respect du principe de proportionnalité »[930]. La Cour constitutionnelle italienne a également confirmé l'application du principe de proportionnalité aux sanctions administratives, dans une décision relative à l'article 187-*sexies* du texte unique en matière d'intermédiation financière qui prévoit, en cas de prononcé d'une sanction administrative pécuniaire par la Consob sur le fondement d'un abus de marché, la confiscation automatique du produit

---

[928] Cons. const., déc. n° 2003-489 DC, 29 déc. 2003, *Loi de finances pour 2004* ; pour une décision précédente dans le même sens : Cons. const., déc. n° 92-307 DC, 25 fév. 1992, *Loi portant modification de l'ordonnance n° 45-2658 du 2 novembre 1945 modifiée relative aux conditions d'entrée et de séjour des étrangers en France*. Dans cette seconde décision, le Conseil constitutionnel précise qu'« une peine ne peut être infligée qu'à la condition que soient respectés le principe de légalité des délits et des peines, le principe de nécessité des peines, le principe de non-rétroactivité de la loi pénale d'incrimination plus sévère ainsi que le respect du principe des droits de la défense » (considérant n° 25) et que « ces exigences ne concernent pas seulement les peines prononcées par les juridictions répressives mais s'étendent à toute sanction ayant le caractère d'une punition même si le législateur a laissé le soin de la prononcer à une autorité de nature non juridictionnelle » (considérant n° 26).

[929] Considérants n° 10 et 11 de la décision du Conseil constitutionnel rendue le 25 février 1992.

[930] CE, 6 juin 2008, n° 299203, *Rec. Lebon* 2009, n° 3, pp. 188-189.

ou du profit résultant des manquements commis, ainsi que des biens utilisés pour le commettre[931]. Elle a précisé à cette occasion que le principe de proportionnalité « *est réputé se référer également aux sanctions administratives* »[932]. Ainsi, en vertu des jurisprudences constitutionnelles française et italienne, il ne fait aucun doute que les sanctions administratives doivent obéir, comme les sanctions pénales, au principe de proportionnalité. Cependant, au vu des *quanta* fixés pour ces sanctions en matière boursière, il est possible d'émettre un doute sérieux sur la conformité de la règlementation à ce principe.

612. Les différentes possibilités de modulation de la sanction pécuniaire par les autorités judiciaires françaises : D'une part, en ce qui concerne les infractions des articles 185, alinéa 2 et 187-*ter*, alinéa 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière, les juges peuvent fixer le montant de la sanction pécuniaire au triple du profit ou du produit réalisés[933]. D'autre part, que ce soit en France ou en Italie, le montant de la sanction pécuniaire peut être porté au décuple du profit[934] ou produit dérivés de l'infraction[935].

Tous les abus de marché réprimés en France, tant par les autorités administratives que par les juges répressifs, et ceux qui sont poursuivis en Italie par la Consob, ainsi que les délits d'abus d'informations privilégiées de l'article 184 et de manipulation de marché de l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière évoquent une sanction pécuniaire, dont le montant maximal encouru peut être porté au décuple « *des profits* ***réalisés*** »[936] ou « *des profits* ***éventuellement réalisés*** »[937]. Le législateur français a retenu le décuple des profits « *éventuellement réalisés* » dans toutes les dispositions relatives aux abus de marché, sauf dans l'article L. 465-1, alinéa 3 du Code monétaire et

---

[931] Texte original : « *L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa sempre la confisca del prodotto o del profito dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo* » (art. 187-sexies, TUF).

[932] Texte original : « ***La norma censurata si porrebbe, di conseguenza, in contrasto tanto con l'art. 3 Cost., per la palese irragionevolezza della sanzione in tal modo comminata; quanto con l'art. 27 Cost., per violazione del principio di proporzionalità, da reputare riferibile anche alle sanzioni amministrative*** », *in* Corte cost., 7 giu. 2011, n. 186 ; *G.U.* 15 giu. 2011.

[933] Art. 185, al. 2, et 187-*ter*, al. 5, TUF.

[934] Art. L. 465-1, C. mon. fin.

[935] Art. 185, al. 2, et 187-*ter*, al. 5, TUF.

[936] Art. L. 465-1, al. 3, C. mon. fin.

[937] Art. L. 465-1, al. 1er et 2, C. mon. fin.

financier qui vise le délit d'initié commis par un initié tertiaire. L'absence d'utilisation de l'adverbe est sans aucun doute due à un oubli du législateur. Cependant, l'alinéa 2 du même article, jusqu'à une loi du 22 mars 2012[938], ne prévoyait même pas la possibilité pour le juge de porter le montant de l'amende au décuple des profits éventuellement réalisés, lorsqu'était réprimée la communication d'une information privilégiée commise par un initié primaire ou secondaire. Cette loi relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dans un chapitre VII intitulé « *Dispositions diverses d'ordre ponctuel* », contenait un article 132 qui prévoyait l'insertion à l'article L. 465-1, alinéa 2 du Code monétaire et financier, à côté du mot « amende », l'expression suivante : « *dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit* ». Cette modification de l'article L. 465-1 peut être qualifiée de lapidaire ; en premier lieu, l'article 132 de la loi du 22 mars 2012 se trouvait au sein de normes contenues dans le Code de l'action sociale et des familles, et de dispositions du Code de la Sécurité sociale. En second lieu, le législateur n'a pas pris la peine de corriger les autres erreurs qui affectaient le texte d'incrimination. Par exemple, il n'a pas rajouté l'adverbe « éventuellement » au troisième alinéa de l'article, relatif aux initiés tertiaires. Dans ce même alinéa, il n'a pas non plus précisé ce qu'il advenait de la répression, en cas de circonstance aggravante, lorsque le montant des profits réalisés dépasse 1,5 million d'euros. Cette réforme, à peine visible et sans réel intérêt, est un exemple de plus des modifications législatives répétées qui interviennent de manière incohérente et fragmentaire en droit pénal des affaires.

613. Une mise en œuvre facultative pour les autorités judiciaires : Pour les juges répressifs français, il s'agit également d'une simple possibilité puisque l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier vise « *une amende de 1 500 000 euros dont le montant* ***peut être porté*** *au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit* »[939]. Nicolas CATELAN affirme, au regard du principe d'individualisation des peines, qu'« en imposant une amende minimale équivalente au profit réalisé, l'article L. 465-1 du

[938] 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.
[939] Mis en gras par nous.

Code monétaire et financier, à l'instar de l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967, réduit indubitablement la marge de manœuvre du juge : ce dernier ne peut que faire osciller le montant de l'amende entre la valeur du profit et son décuple »[940]. Ce propos doit être nuancé : la faculté dont dispose le juge pénal ne peut être mise en œuvre qu'en cas de profit réalisé[941]. Or, en vertu de l'article 132-24 du Code pénal, dans sa version en vigueur antérieurement à la loi n° 2014-896 du 15 août 2014[942], la personnalisation de la peine par la juridiction de jugement était effectuée « *en fonction des circonstances de l'infraction et de la personnalité de son auteur* ». Ainsi, le profit réalisé qui, s'il est pris en compte par le juge répressif, doit constituer le montant minimum de l'amende prononcée, peut être considérée comme l'une des « circonstances de l'infraction » évoquées auparavant dans l'article 132-24. Le magistrat qui choisit de porter le montant au-delà du seuil fixé par la loi ne peut prononcer une sanction pécuniaire qui est inférieure au profit réalisé. Sur ce point, si l'on se place du côté de l'efficacité des peines, il faut que la répression de la commission de l'infraction entraîne un coût plus élevé au délinquant que le fait de s'abstenir. Par conséquent, la fixation du montant de l'amende en fonction du profit réalisé, sans qu'elle ne puisse être inférieure à ce dernier, contribue à l'effet dissuasif des sanctions et à l'efficacité de la répression en matière boursière.

614. La liberté majeure de l'Autorité des marchés financiers : L'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier explique l'autorité française peut prononcer « *une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés* ». Contrairement à ce qui est prévu pour les juges répressifs, l'existence d'un profit n'empêche pas le prononcé d'une sanction pécuniaire inférieure à ce profit. Toutefois, cette possibilité n'a d'intérêt que lorsque ce dernier dépasse 100 millions d'euros ; dans le cas contraire, il s'agit simplement d'une individualisation dans la limite du seuil prédéterminé par le législateur.

---

940 Nicolas CATELAN, à propos de Cass. crim., 14 juin 2006, pourvoi n° 05-82453, *in* Philippe BONFILS, *Droit pénal des affaires*, Montchrestien, coll. Cours, éd. 2009, p. 384.

941 Sur ce point, voir TGI Paris, 3 déc. 1993, *LPA* 19 janv. 1994, n° 8, p. 8, note DUCOLOUX-FAVARD, dans lequel il est affirmé qu'« on ne saurait assimiler à un 'profit réalisé' la plus-value potentielle résultant de l'opération incriminée ».

942 Loi n° 2014-896 du 15 août 2014 relative à l'individualisation des peines et renforçant l'efficacité des sanctions pénales, *J.O.R.F.* n° 0189 du 17 août 2014, p. 13647.

615. Les différentes possibilités de modulation de la sanction pécuniaire par les autorités italiennes : En Italie, les articles 184 et 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière qui concernent l'abus d'informations privilégiées et les manipulations de marché, disposent que « *Le juge **peut** augmenter jusqu'au triple ou jusqu'à un montant supérieur égal au décuple du produit ou du profit résultant du délit* »[943]. Par conséquent, les juges répressifs italiens disposent incontestablement d'une simple faculté, mais ne sont aucunement obligés de tripler l'amende ou d'en porter le montant au décuple du produit ou du profit dérivant de la commission de l'infraction.

En revanche, à l'égard des manquements administratifs, la question pourrait se poser puisque dans les articles 187-*bis*, alinéa 5 et 187-*ter*, alinéa 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière, est utilisé le présent de vérité générale[944]. Cependant, l'augmentation de la sanction pécuniaire est décidée par la Consob « *quand, du fait des qualités personnelles du coupable, du fait de l'importance du produit ou du profit résultant du manquement, ou encore du fait des effets produits sur le marché, [les sanctions administratives pécuniaires] apparaissent inadéquates même prononcées dans leur maximum* »[945]. L'article 187-*bis*, alinéa 5, relativement à l'abus d'informations privilégiées, prévoit les mêmes critères à l'exception des effets produits sur le marché qui ne concernent que les manipulations de marché. Au vu de la rédaction de ces articles, les membres de la Consob doivent utiliser les critères énoncés dans ces dispositions pour décider de tripler ou non la sanction administrative, ou pour porter son montant jusqu'au décuple du profit ou du produit découlant du manquement. Ainsi, en d'autres termes, les agents de l'autorité administrative indépendante apprécient ces critères et peuvent mettre en œuvre l'augmentation de la sanction, si le maximum légal encouru ne leur paraît pas suffisant. Il s'agit donc bien là d'une simple faculté pour la

---

[943] Mis en gras par nous. Texte original : « *Il giudice **può** aumentare fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato* » (art. 184, al. 3 et 185, al. 2, TUF).

[944] « *Les sanctions administratives pécuniaires* […] ***sont augmentées** jusqu'au triple ou jusqu'à un montant supérieur ou égal au décuple du produit ou du profit résultant du délit* » (mis en gras par nous), le texte original disposant « *Le sanzioni amministrative pecuniarie **sono aumentate** fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato* » (art. 187-*bis*, al. 5 et 187-*ter*, al. 5, TUF).

[945] Texte original : « *quando, per le qualità personali del colpevole, per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato [le sanzioni amministrative pecuniarie] appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo* » (art. 187-*bis*, al. 5 et 187-*ter*, al. 5, TUF).

Consob, à l'image de ce qui existe pour les juges répressifs vis-à-vis des peines appliquées en cas de délits pénaux.

616. Le double coefficient multiplicateur applicable en Italie : Du côté italien, l'augmentation de l'amende prononcée, pour un abus d'information privilégiée ou pour une manipulation de marché, tant dans leur versant administratif que dans leur versant pénal, peut être portée jusqu'au triple ou bien jusqu'au décuple du profit ou du produit résultant du délit[946]. Ces dispositions ne valent pas pour le délit d'agiotage situé à l'article 2367 du Code civil, ni pour l'infraction d'augmentation et de diminution frauduleuse des cours sur les marchés publics et dans les bourses de commerce de l'article 501 du Code pénal italien, qui sont soumis au principe général de personnalisation de la peine. Le texte unique en matière d'intermédiation financière n'explique pas quand le juge élève le montant de l'amende au triple du maximum légal encouru ou au décuple du profit ou du produit résultant du délit ou du manquement. Ainsi, les magistrats ou les agents de la Consob devront se contenter de se référer aux critères classiques d'individualisation des sanctions pour choisir l'un ou l'autre type d'aggravation : par exemple, le montant de la sanction pécuniaire pourrait correspondre au triple du maximum légal encouru quand le préjudice causé aux investisseurs est important, ou quand le bénéfice tiré des abus de marché est élevé, ou encore quand les pratiques illicites sont assez fréquentes. En revanche, quand le préjudice est très grave, le profit très haut ou les opérations très souvent réitérées, le juge pourrait préfèrer certainement porter la sanction pécuniaire au décuple du profit ou du produit résultant du délit. A noter que les dispositions italiennes n'exigent pas que l'amende atteigne au moins le produit ou le profit réalisé. Toutefois, il convient de rappeler ici qu'elles instituent des peines minimales d'emprisonnement et d'amende.

617. Les critères français de modulation des sanctions pécuniaires administratives et pénales : Plusieurs critères permettent aux autorités administratives et judiciaires de moduler les sanctions qu'elles prononcent. D'une part, les juges répressifs en France doivent respecter les règles prévues à l'article 132-24 du Code pénal, relatif à personnalisation des peines. Celui-ci, dans sa version en vigueur

[946] Art. 184, al. 3 et 185, al. 2, TUF.

antérieurement à la loi n° 2014-896 du 15 août 2014[947], disposait que « *Dans les limites fixées par la loi, la juridiction prononce les peines et fixe leur régime* ***en fonction des circonstances de l'infraction et de la personnalité de son auteur****. Lorsque la juridiction prononce une peine d'amende, elle détermine son montant* ***en tenant compte également des ressources et des charges de l'auteur de l'infraction*** »[948]. Les articles 184 et 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière expliquent que la sanction pécuniaire est triplée ou portée au décuple du profit résultant du délit « *quand, du fait* ***des qualités personnelles du coupable****, du fait* ***de l'importance du produit ou du profit résultant du délit****, ou encore du fait* ***des effets produits sur le marché****, [les sanctions administratives pécuniaires] apparaissent inadéquates même prononcées dans leur maximum* »[949]. Les critères français et italiens sont donc semblables puisque « *les qualités personnelles du coupable* » correspondent à « *la personnalité de l'auteur* », et « *les circonstances de l'infraction* » peuvent englober « *l'importance du produit ou du profit résultant du délit* » et les « *effets produits sur le marché* », même si la notion française est évidemment beaucoup plus large.

Du point de vue administratif, l'Autorité des marchés financiers doit fixer le montant des sanctions pécuniaires « *en fonction de* ***la gravité des manquements commis*** *et en relation avec* ***les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements*** »[950]. Ainsi, la personnalité de l'auteur n'a plus d'incidence sur le prononcé de la mesure punitive, certainement parce que les manquements boursiers sont considérés comme sanctionnant davantage des violations objectives à la règlementation en place, alors que les délits pénaux ont une connotation morale et répriment la lésion d'une valeur sociale particulière, à savoir l'intégrité des marchés financiers et la confiance des investisseurs en ces marchés. La Cour de cassation a récemment confirmé cette solution en décidant que « les dispositions de l'article L. 621-15 III c) du code monétaire et financier n'imposent pas de fixer la sanction pécuniaire en relation avec le profit éventuellement retiré des opérations

[947] Loi n° 2014-896 du 15 août 2014 relative à l'individualisation des peines et renforçant l'efficacité des sanctions pénales, *J.O.R.F.* n° 0189 du 17 août 2014, p. 13647.

[948] Mis en gras par nous.

[949] Mis en gras nous. Art. 184, al. 3 et 185, al. 2, TUF.

[950] Art. 621-15, III, al. 2, C. mon. fin.

incriminées dès lors qu'elle reste inférieure au plafond applicable en l'absence de profits »[951].

618. Les critères italiens de modulation des sanctions pécuniaires administratives et pénales : Par opposition, l'Italie ne fait pas de différence entre les délits et les manquements puisqu'à nouveau, les articles 187-*bis*, alinéa 5 et 187-*ter*, alinéa 5 du texte unique en matière d'intermédiation financière précisent que les sanctions administratives sont fixées en fonction des qualités personnelles de l'auteur, de l'importance du produit ou du profit consécutif au délit et des effets produits sur le marché. Ce dernier critère ne vaut que pour les manipulations de marché. Pour les abus d'informations privilégiées, comme les textes italiens ne distinguent pas les peines ou sanctions encourues en fonction de la qualité de celui possède l'information privilégiée, il semble logique de penser que si l'initié est primaire, et davantage encore s'il est interne à la société, la sanction prononcée sera plus élevée, que pour un initié secondaire. D'autre part, si le détenteur de l'information privilégiée a obtenu cette dernière « *en raison de la préparation ou de l'exécution d'une activité délictueuse* », il est très probable que là encore le *quantum* des peines infligées soit important.
En somme, tant pour les autorités françaises que pour les autorités italiennes, la gravité de l'abus de marché commis et les effets qui en résultent ont une importance primordiale dans la fixation de la sanction

619. Les notions de « profit » et de « produit » tirés de l'infraction : La réalisation de profits, comme cela a été expliqué dans la partie relative aux incriminations, n'est pas un élément constitutif du délit d'initié. Cependant, les juges répressifs comme l'Autorité des marchés financiers et la Consob, peuvent en tenir compte lorsqu'ils décident d'utiliser la faculté de porter l'amende au-delà du seuil fixé par le législateur et jusqu'au décuple du profit réalisé. Toutefois, il ne s'agit que d'une simple faculté : en effet, l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier relatifs aux abus de marché constitutifs de manquements, vise la « *sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à* [un certain seuil] *ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés* ». Il ajoute immédiatement après que « *Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la*

[951] Cass. com., 10 nov. 2009, n° 09-71252 confirmé par Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-11366, *Bull. civ.* IV, n° 59.

gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements ».

Le profit, dans sa version restrictive, correspond à un avantage patrimonial tiré immédiatement et directement du délit[952]. Dans une conception plus extensive, le profit inclut également « tout autre avantage, que l'auteur obtient y compris comme effet médiat et indirect de son activité criminelle »[953]. S'il apparaît logique de se référer à la conception extensive du profit dans le cadre de la confiscation, dont le but est de dissuader les auteurs potentiels d'abus de marché de commettre ces infractions[954], il semble moins évident de retenir cette approche dans le cadre de la détermination de la sanction pécuniaire.

620. L'appréciation de l'existence et de la valeur du profit : Dans tous les cas, il revient aux autorités administratives et pénales de calculer le profit ou le produit réalisé. Les cours de cassation française et italienne contrôlent la détermination de la valeur de ce profit ou de ce produit. Par exemple, la chambre criminelle de la Cour de cassation française a pu décider « qu'en statuant ainsi, sans préciser le montant du profit réalisé à la suite des seules opérations retenues portant sur 95 000 titres de la Société Générale, la cour d'appel n'a pas mis la Cour de cassation en mesure d'exercer son contrôle sur la légalité de la peine d'amende prononcée »[955]. Elle décide en fait qu'en vertu du principe de légalité criminelle, qui impose que ne peut être prononcée à l'encontre de l'auteur d'une infraction qu'une peine prévue par le législateur, les juges du fond doivent caractériser le montant du profit réalisé, afin qu'elle puisse exercer son contrôle sur la sanction infligée et vérifier qu'elle n'excède pas

---

952 Cass. sez. II pen, 24 maggio 2004 – 9 luglio 2004, n. 29951 : « *il profitto del reato costituisce un vantaggio di natura economica di diretta derivazione causale dall'attività del reo* » ; v. dans le même sens, la notion de profit définie comme l'« avantage économique tiré immédiatement et directement du délit » ; texte original : « ***vantaggio economico ricavato in via immediata e diretta dal reato*** », *in* Trib. riesame Cosenza, sez. pen. II, ord. 4 giu. 2009, *Meviox Kxx* ; disponible sur http://www.iussit.eu.

953 Texte original : « ***ogni altra utilità, che lo stesso realizza come effetto anche mediato ed indiretto della sua attività criminosa*** », *in* Cass. sez. un. pen., 6 marzo 2008, n. 10280.

954 Cass. sez. un. pen., 6 marzo 2008, n. 10280. Cf. également les paragraphes consacrés à la sanction de confiscation, § 630 s. p. 326 s. des présents travaux.

955 Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82453, *Soros* ; *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 ; *Dr. sociétés* août 2006, n° 8, comm. 132, obs. Renaud SALOMON ; *AJ pén.* 15 sept. 2006, n° 9, p. 364, obs. Guillaume ROYER ; *Rev. sociétés* 16 avr. 2007 n° 1, p. 125, note Bernard BOULOC ; *Banque et droit* sept.-oct. 2006, p. 60 ; *RTD fin.* 2006, n° 2, p. 124, obs. Nicolas RONTCHEVSKY ; *JCP E* 1er fév. 2007, n° 5, comm. 1146, Guillaume ROYER ; *RTD com.* 15 mars 2007, n° 1, p. 251, note Bernard BOULOC.

le décuple de profit réalisé[956]. De son côté, la Cour de cassation italienne indique aussi qu'il « est nécessaire, en effet, que soient indiqués de façon claire les éléments sur la base desquels les biens confisqués peuvent être considérés en tout ou partie comme le produit d'une conduite pénalement sanctionnée ou le profit indirect de cette dernière, tel que le fruit du remploi par le délinquant de l'argent ou de tout autre avantage directement obtenu par [l'auteur] »[957].

621. Les prévisions des instances européennes en matière de sanctions pécuniaires :

Les sanctions pécuniaires, de nature administrative évidemment, mais aussi pénales, sont largement préférées par les magistrats, en particulier par les juges répressifs français. La possibilité de porter l'amende au décuple du profit réalisé régulièrement est utilisée par ces derniers[958] ; quant aux juges italiens, même en l'absence de mise en œuvre de cette faculté, le montant des sections pécuniaires prononcées est très élevé et atteint souvent des centaines de milliers d'euros[959].

Pourtant, de façon étonnante, la directive européenne n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[960] ne prévoit pour les personnes physiques aucune sanction pécuniaire de nature pénale : son article 7 ne vise en effet que les seuils planchers des *maxima* légaux encourus en matière de privation de liberté. Au contraire, les sanctions pécuniaires sont

---

[956] *Ibid*.

[957] Texte original : « *E' necessario, pertanto, che siano indicati in modo chiaro gli elementi indiziari sulla cui base determinare come i beni sequestrati possano considerarsi in tutto o in parte l'immediato prodotto di una condanna penalmente rilevante o l'indiretto profitto della stessa, siccome frutto di reimpiego da parte del reo del denaro o di altre utilità direttamente ottenuti* [dagli autori] », *in* Cass. sez. un. pen., 6 marzo 2008, n. 10280.

[958] Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82453, *Soros* ; *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 ; *Dr. sociétés* août 2006, n° 8, comm. 132, obs. Renaud SALOMON ; *AJ pén.* 15 sept. 2006, n° 9, p. 364, obs. Guillaume ROYER ; *Rev. sociétés* 16 avr. 2007 n° 1, p. 125, note Bernard BOULOC ; *Banque et droit* sept.-oct. 2006, p. 60 ; *RTD fin.* 2006, n° 2, p. 124, obs. Nicolas RONTCHEVSKY ; *JCP E* 1er fév. 2007, n° 5, comm. 1146, Guillaume ROYER ; *RTD com.* 15 mars 2007, n° 1, p. 251, note Bernard BOULOC.

Dans le même sens, Cass. crim., 25 fév. 2015, n° 13-81946, inédit.

[959] Dans l'affaire Antonveneta, les amendes prononcées ont pu atteindre 1,5 million d'euros, par deux fois 1 million d'euros et par deux fois 850 000 euros ou encore une peine de 120 000 euros : Trib. Milano, sez. pen. II, 28 mai 2011 (dep. 10 ott. 2011), n. 6605, *Antonveneta*.

[960] 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.

prévues par le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[961] : l'article 30 prévoit une sanction administrative pécuniaire, quel que soit l'abus de marché commis, dont le montant maximal doit être au moins de 5 millions d'euros[962] ou atteindre au moins trois fois l'avantage retiré de l'infraction ou la valeur des pertes qu'elle a permis d'éviter[963]. Étrangement, d'un point de vue administratif, la divulgation d'informations privilégiées est sanctionnée comme tout autre abus de marché, contrairement à ce qui est prévu par la directive relative aux sanctions pénales.

De ce point de vue, la législation italienne qui prévoit des sanctions administratives pouvant atteindre 25 millions d'euros en cas de manipulations de marché et 15 millions d'euros en cas d'abus d'informations privilégiées, est déjà bien au-delà des seuils minimaux institués par les autorités européennes. Il en est de même, pour les sanctions administratives françaises qui peuvent s'élever à 15 millions d'euros pour les préposés des professionnels des marchés, ou 100 millions d'euros pour ces professionnels ou toute autre personne n'appartenant pas aux deux catégories précédemment mentionnées. De même, comme l'Union européenne impose en cas de possibilité de déterminer le profit tiré des abus de marché, une sanction dont le maximum légal encouru doit au moins correspondre au triple de ce profit, là encore les législations française et italienne sont en parfaite conformité avec les dispositions du règlement (UE) n° 596/214 du 16 avril 2014[964], puisqu'elles permettent toutes deux aux autorités judiciaires et administratives de porter l'amende au décuple des profits réalisés[965].

---

[961] Règlement (UE) 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.

[962] Art. 30, paragraphe 2, i), i) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014.

[963] Art. 30, paragraphe 2, h) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014.

[964] Règlement (UE) 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.

[965] Art. L. 465-1, C. mon. fin., L. 465-2 et L. 621-15, III, C. mon. fin. ; art. 184 al. 3, 185 al. 2, 187-*bis* al. 5 et 187-*ter* al. 5, TUF.

622. Le réhaussement envisagé des sanctions encourues par les personnes physiques dans la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[966] : L'article 30, paragraphe 2, i), i) prévoit une sanction pécuniaire dont le montant maximal encouru doit au moins atteindre 5 millions d'euros. Cependant se *quantum* ne vaut que pour les conduites susceptibles de donner lieu à des sanctions administratives prononcées par les autorités de surveillance des marchés compétentes. Il ne s'impose pas aux infractions de nature pénale, pour lesquelles l'article 7 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[967] n'a prescrit aucune peine d'amende.

Pourtant, le législateur français envisage d'augmenter le maximum légal encouru en cas d'abus d'informations privilégiées, de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de manipulation de cours commis dans leur versant pénal : il devrait être décuplé, puisqu'il est prévu passer de 1,5 millions d'euros à 15 millions d'euros. Dans l'exposé des motifs de la proposition de loi, telle augmentation est justifiée de la façon suivante : « [L'article 3 de la proposition] *relève également le plafond des sanctions pénales pécuniaires, en l'alignant sur celui prévu par l'Autorité des marchés financiers, soit 15 millions d'euros pour une personne physique* ». C'est dire si le législateur n'a pas réellement connaissance des dispositions actuellement en vigueur, puisque le montant de 15 millions d'euros visé ne concerne que les personnes qui agissent sous l'autorité ou pour le compte des professionnels des marchés visés dans certains points de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier français ; au contraire, pour tous ces professionnels mais également, et de façon aberrante, tout autre personne qui n'a ni la qualité de professionnel, ni la qualité de préposé de ces professionnels des marchés, la sanction administrative pécuniaire peut atteindre le montant faramineux de 100 millions d'euros. Si le législateur voulait réellement renforcer la force de l'amende pénale, et par là-même remettre en valeur la portée symbolique du droit pénal, il aurait dû instituer des sanctions pénales pécuniaires supérieures aux sanctions administratives de même nature.

Ensuite, le législateur prévoit également d'augmenter la sanction fixe applicable aux personnes physiques qui agissent sous l'autorité ou pour le compte des professionnels

---

[966] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[967] 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.

visés dans le a) du paragraphe III de l'article L 621-9 du Code monétaire et financier, pour la faire passer de 150 000 à 300 000 euros. Si ce réhaussement peut être appréciable, il est toujours malaisé de comprendre pourquoi ces individus, qui ne sont pas sans lien avec le fonctionnement des marchés, restent moins punis que les personnes mentionnées au c) du même article qui, elles, peuvent revêtir la qualité d'initiés tertiaires et donc ne posséder aucun lien avec le monde de la finance. Au vu de toutes les imperfections qui demeurent au sein de la proposition de loi, il n'est pas souhaitable que cette dernière demeure en l'état.

Enfin, alors que l'article L. 621-15, III permet à l'Autorité des marchés financier d'élever le montant de la sanction pécuniaire au décuple ou au quintuple du « *profit éventuellement réalisé* », l'article 7, 2° de la proposition de loi n° 19 du 17 octobre 2015[968] vise à remplacer cette expression par une partie de celle employée au sein de l'article 30, paragraphe 2, *h*) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[969], c'est-à-dire « *avantage retiré de l'infraction* ». Toutefois, une question se pose puisque la disposition européenne mentionne non seulement « *l'avantage retiré de l'infraction* » mais aussi les « *pertes qu'elle a permis d'éviter* ». La jurisprudence française considère elle aussi que ces deux éléments sont susceptibles de caractériser le « *profit tiré de l'infraction* ». Cependant, le changement de terminologie envisagée par le législateur français aura-t-il tendance à restreindre le champ d'application du coefficient multiplicateur ? Une telle orientation n'est pas souhaitable au regard de la finalité poursuivie par les dispositions qui confèrent cette possibilité aux différentes autorités judiciaires ou administratives. Afin de dissiper toute incertitude, il serait souhaitable que la rédaction de cette disposition soit modifiée, et plus précisément, soit complétée par la notion de « *pertes que l'infraction a permis d'éviter* ». L'autre solution envisageable, consiste à maintenir la notion de « *profit* » dont le sens est à présent clairement délimité par la jurisprudence.

[968] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[969] 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.

623. La modification des critères de modulation des sanctions pécuniaires administratives : Actuellement, l'article L. 621-15, III, alinéa 2 du Code monétaire et financier disposent que « *Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* ». La proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 suggère d'ajouter d'autres critères tels que la qualité et le degré d'implication de l'auteur du manquement, de sa capacité contributive appréciée en fonction des revenus annuels des personnes physiques ou du chiffre d'affaire total annuel pour les personnes morales, de sa coopération avec l'Autorité des marchés financiers, de l'éventuelle commission antérieure d'abus de marché, des pertes subies par les tiers, ainsi que des mesures mises en œuvre pour remédier aux dysfonctionnements ayant contribué à la réalisation de l'abus de marché, pour empêcher sa réitération et pour réparer le préjudice causé au tiers. Tous ces critères ne sont pas sans rappeler ceux qui étaient contenus dans l'article 132-24 du Code pénal relatif à la personnalisation de la peine[970], dans sa version en vigueur antérieurement à la loi n° 2014-896 du 15 août 2014[971].

B- Le choix commun de l'institution de sanctions accessoires

624. L'adjonction de peines accessoires aux côtés des sanctions principales : Les sanctions accessoires consistent en des interdictions et déchéances professionnelles, en la confiscation de biens déterminés et en la publication de la sanction. Elles sont prévues tant pour les délits pénaux que les manquements administratifs, pour les personnes physiques comme pour les personnes morales ou groupements dépourvus de personnalité juridique. Il s'agit de sanctions au moins aussi efficaces que les sanctions principales, de par les conséquences extrêmement graves qu'elles sont susceptibles d'entraîner, en particulier pour ce qui concerne la réputation des professionnels des marchés financiers. Il convient donc de comparer dans les deux États, les mesures répressives d'interdiction (1), de confiscation (2) et de publication des sanctions (3).

---

[970] Avant la loi du 15 août 2014, l'article 132-24 disposait que « *Dans les limites fixées par la loi, la juridiction prononce les peines et fixe leur régime* ***en fonction des circonstances de l'infraction*** *et* ***de la personnalité de son auteur****. Lorsque la juridiction prononce une peine d'amende, elle détermine son montant* ***en tenant compte également des ressources et des charges de l'auteur de l'infraction*** » (mis en gras par nous).

[971] Loi n° 2014-896 du 15 août 2014 relative à l'individualisation des peines et renforçant l'efficacité des sanctions pénales, *J.O.R.F.* n° 0189 du 17 août 2014, p. 13647.

1. L'insuffisante application des sanctions d'interdiction par les autorités françaises

625. L'unique sanction d'interdiction professionnelle établie pour les auteurs français d'abus de marché dans leur forme pénale : L'article 131-10 du Code pénal français qui a trait aux sanctions délictuelles susceptibles d'être infligées aux personnes physiques, dispose que « *Lorsque la loi le prévoit, un crime ou un délit peut être sanctionné d'une ou de plusieurs peines complémentaires* ». En matière boursière, il est possible d'appliquer l'article 500-1 du Code monétaire et financier français, qui prévoit pour « *les infractions du présent code* »[972], autrement dit en particulier pour les délits d'abus d'informations privilégiées, les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et la manipulations de cours, que « *nul ne peut, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui* » diriger, gérer, administrer ou être membre d'un organe collégial de contrôle de certains organismes, de disposer du pouvoir de signer pour le compte de cet organisme, ou d'exercer certaines professions ou activités[973]. Cette interdiction concerne les prestataires de service, et notamment les prestataires de services d'investissement, les conseillers en investissements financiers, les conseillers en investissements participatifs et les intermédiaires en financement participatif. Elle **doit** être prononcée si l'auteur « *a fait l'objet depuis moins de dix ans d'une condamnation définitive* ».

626. La multiplicité des sanctions d'interdictions professionnelles encourues par les auteurs italiens d'abus de marché dans leur versant pénal : Le délit d'agiotage de l'article 2637 du Code civil italien n'est assorti d'aucune interdiction ou déchéance professionnelle. En revanche, toutes les autres infractions pénales d'abus de marché donnent lieu à l'application d'une sanction d'interdiction.

D'une part, le Code pénal italien, prévoit pour le délit d'augmentation et de diminution des cours sur le marché public ou dans les bourses de commerce, une interdiction professionnelle : celle-ci est très particulière de par sa nature et du fait qu'elle est sans rapport direct avec la matière financière pure. En effet, l'article 501, alinéa 5 dispose que

[972] Art. L. 500-1, II, 2°, q), C. mon. fin.

[973] Art. L. 500-1, I, 1° et 2°, C. mon. fin.

« *La condamnation emporte l'interdiction d'exercer un office public* »[974]. En ce qui concerne la mise en œuvre de cette sanction, l'article 29, alinéa 1er du Code pénal précise que « *[…] La condamnation à de l'emprisonnement pour une durée qui n'excède pas trois ans, emporte l'interdiction d'exercer un office public pour une durée de cinq ans* »[975]. Ainsi, c'est bien le prononcé d'une condamnation à une peine d'emprisonnement au moins égale à trois ans qui entraîne l'interdiction. La peine accessoire est temporaire mais l'on comprend mal pourquoi une peine de cette nature est prévue pour le délit de l'article 501 du Code pénal.

D'autre part, en ce qui concerne les délits d'abus d'informations privilégiées[976] et de manipulations de marché[977], les peines accessoires sont prévues à l'article 186 renvoie lui-même aux articles 28, 30, 32-*bis* et 32-*ter* du Code pénal italien. L'article 186 du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit que ces sanctions sont prononcées pour une durée comprise entre six mois et deux ans. Ces peines sont : l'interdiction d'exercer des offices publics[978] ; l'interdiction d'exercer une profession ou un métier soumis à un permis spécial, à une habilitation, à une autorisation ou une licence spéciale délivrée par une Autorité[979] – en l'espèce, seront concernées les professions qui nécessitent un agrément de l'autorité de surveillance des marchés italienne, c'est-à-dire la Consob ; l'interdiction temporaire d'exercer des fonctions de direction de personnes morales ou de toute entreprise, et notamment des fonctions d'administrateur, de directeur général et de dirigeant en charge de la rédaction des documents comptables sociaux, ainsi que de tout autre office comprenant un pouvoir de représentation de la personne juridique ou de l'entreprise, ou encore de l'interdiction d'exercer des fonctions de commissaire aux comptes ou de liquidateur[980] ; enfin, il peut s'agir de l'interdiction de contracter avec l'administration[981].

Parmi les interdictions professionnelles susceptibles d'être encourues, les plus dissuasives sont celles qui privent le condamné de la possibilité d'exercer des fonctions

---

[974] Texte original : « *La condanna importa l'interdizione dai pubblici uffici* » (art. 501, al. 5, C. pén. it.).

[975] Texte original : « *[..] la condanna alla reclusione per un tempo non inferiore a tre anni importa l'interdizione dai pubblici uffici per la durata di anni cinque* » (art. 29, C. pén. it.).

[976] Art. 184, TUF.

[977] Art. 185, TUF.

[978] Art. 28, C. pén. it.

[979] Art. 30, C. pén. it.

[980] Art. 32-*bis*, C. pén. it.

[981] Art. 32-*ter*, C. pén. it.

dirigeantes au sein d'une société et l'interdiction d'exercer une profession particulière, laquelle pourrait être en matière boursière celle d'intermédiaire financier ou de prestataire de service d'investissement.

627. Les doutes relatifs à la conformité constitutionnelle des peines accessoires : Un problème se pose quant à ces interdictions : elles sont systématiques en ce sens que les juges répressifs doivent la prononcer même si, pour l'interdiction d'exercer un office public, il faut malgré tout que l'emprisonnement prononcé atteigne une durée de trois ans. Or, une peine automatique ne semble pas être en conformité avec le principe de nécessité et de personnalisation des peines, d'autant que l'article 132-17 du Code pénal prohibe les peines systématiques puisqu'il dispose qu'« *aucune peine ne peut être appliquée si la juridiction ne l'a expressément prononcée* ». Les peines accessoires automatiques ne semblent plus exister. Cependant l'article 132-21, alinéa 2 du Code pénal précise que les peines accessoires peuvent donner lieu à relèvement lorsque celui-ci est demandé devant une juridiction pénale. On peut donc déduire de la lecture combinée de ces deux articles que l'article 132-17 du Code pénal ne vise que les peines accessoires prévues par ce même code, à l'exclusion des celles qui se situent à l'extérieur de ce code. Ainsi les peines accessoires se trouvant hors le Code pénal sembleraient donc autorisées.

628. La position du Conseil constitutionnel français : Toutefois, à plusieurs reprises, le Conseil constitutionnel français a déclaré des dispositions qui instituaient de telles peines non conformes à la Constitution. Par exemple, dans une décision du 15 mars 1999, le Conseil constitutionnel avait décidé qu'« instituant une incapacité d'exercer une fonction publique élective d'une durée en principe au moins égale à cinq ans, applicable de plein droit à toute personne physique […], sans que le juge […] ait à prononcer expressément ladite incapacité », l'article 194 de la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaire des entreprises méconnaissait le principe de nécessité des peines[982]. En outre, dans une décision plus récente, le Conseil constitutionnel a déclaré la peine d'incapacité d'exercer une fonction publique élective contraire au principe de nécessité des peines, posé à l'article 8 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789, du fait que « l'interdiction

[982] Cons. const., déc. n° 99-410 DC, 15 mars 1999, *Loi organique relative à la Nouvelle-Calédonie*.

d'inscription sur la liste électorale imposée par l'article L. 7 du code électoral […] emporte une incapacité d'exercer une fonction publique élective d'une durée égale à cinq ans […] ; que cette peine privative de l'exercice du droit de suffrage est attachée de plein droit à diverses condamnations pénales sans que le juge qui décide de ces mesures ait à la prononcer expressément ; qu'il ne peut davantage en faire varier la durée ; que, même si l'intéressé peut être, en tout ou partie, y compris immédiatement, relevé de cette incapacité dans les conditions définies au second alinéa de l'article 132-21 du code pénal, cette possibilité ne saurait, à elle seule, assurer le respect des exigences qui découlent du principe d'individualisation des peines »[983]. Cependant, en Italie, la peine automatique d'interdiction d'exercer un office public n'a fait l'objet d'aucune déclaration d'inconstitutionnalité, alors même que l'article 25 de la Constitution pose le principe de nécessité des peines.

629. Les sanctions d'interdictions professionnelles susceptibles d'être prononcées par l'Autorité des marchés financiers : Du point de vue administratif, l'Autorité des marchés financiers peut prononcer à l'égard de quelques professionnels visés à l'article L. 621-9, II du Code monétaire et financier, à la place de la sanction pécuniaire ou en plus de celle-ci « *l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis, la radiation du registre* » des conseillers en investissement financiers ou en investissement participatif par exemple[984]. Elle peut également décider d'infliger un blâme ou un avertissement à ces professionnels, y compris aux personnes physiques agissant sous leur autorité ou pour leur compte. Pour finir, ces dernières personnes peuvent se voir aussi condamnées à un retrait temporaire ou définitif de leur carte professionnelle ou à une interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie de leurs activités. Ces sanctions sont de nature disciplinaire. L'article 4, 2° de la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[985] prévoit d'ajouter à l'encontre de ces professionnels « *l'interdiction de négocier pour leur compte propre* », ce qui paraît inadapté au regard de la nature disciplinaire de la sanction, d'autant que ces dernières peuvent se cumuler avec les sanctions pénales. Les deux types de mesures poursuivent un but différent : les premières permettent aux membres d'une profession de marquer

[983] Cons. const., déc. 2010-6/7 QPC, 11 juin 2010, *Art. L. 7 du Code électoral*.
[984] Art. L. 546-1, C. mon. fin.
[985] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

leur désapprobation à l'égard de la conduite des leurs lorsqu'ils transgressent les règles de son activité, alors que les secondes tendent réparer l'atteinte à l'ordre public causée par l'infraction pénale. Nicole DECOOPMAN puis Régis VABRES ont confirmé cette interprétation en expliquant que « Les critiques sont sans doute moins soutenues dans la mesure où, du moins s'il s'agit des sanctions proprement professionnelles, la finalité est théoriquement différente. En effet, l'objet des deux répressions diffère. Les sanctions pénales relèvent d'un ordre public général ; elles ont pour objet d'assurer l'intégrité du marché financier et la protection des investisseurs. Les sanctions professionnelles se situent dans le cadre d'un ordre juridique particulier : il s'agit d'assurer la discipline dans une catégorie professionnelle donnée au besoin par l'exclusion des intéressés de ladite catégorie »[986]. La première chambre civile de la Cour de cassation française a rappelé dans une décision du 9 avril 2015 que les deux types de sanctions, disciplinaires et pénales, peuvent se cumuler et a, de ce fait, cassé l'arrêt de la Cour d'appel d'Aix en Provence qui avait retenu l'application du principe « *ne bis in idem* » et empêché le prononcé d'une sanction disciplinaire suite à l'infliction d'une sanction pénale d'interdiction professionnelle[987].

630. Les sanctions amministratives d'interdictions professionnelles encourues devant la Consob : La Consob peut elle aussi prononcer des interdictions professionnelles, parmi celles qui figurent à l'article 187-*quater* du texte unique en matière d'intermédiation financière.

---

[986] Nicole DECOOPMAN, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1511, cote 01,2008, 7 oct. 2007, § 19.
Toujours dans le même, Régis VABRES, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1511, 15 mai 2014, spéc. § 20.

[987] Cass. civ. 1°, 9 avr. 2015, n° 14-50012, publié au *Bull. civ.* I : « Attendu que, pour dire n'y avoir lieu à sanction disciplinaire, l'arrêt retient que la destitution, requise en l'espèce, répond au critère de gravité retenu par la Cour européenne des droits de l'homme pour qualifier la sanction comme relevant de la matière pénale, en ce qu'elle interdit définitivement au notaire l'exercice de sa profession, et qu'outre la terminologie répressive employée dans l'ordonnance de 1945, certaines des sanctions qu'elle prévoit sont similaires aux peines complémentaires prévues par le code pénal ; qu'il en déduit que M. X... est fondé à se prévaloir du principe ne bis in idem dès lors qu'il a été définitivement condamné, par le juge pénal, à une peine complémentaire d'interdiction professionnelle temporaire. Qu'en statuant ainsi, alors que la peine complémentaire d'interdiction d'exercer une fonction publique ou une activité professionnelle ou sociale prévue en matière pénale et la sanction disciplinaire de destitution susceptible de frapper un notaire sont de nature différente, la cour d'appel a violé les textes susvisés ».

D'une part, en vertu de l'alinéa 1er de cette disposition, « *l'application des sanctions administratives pécuniaires entraîne la perte temporaire des qualités d'honorabilité pour les dirigeants et les actionnaires des sujets habilités, des sociétés de gestion des marchés, ainsi que pour les commissaires aux comptes et les promoteurs financiers* »[988]. Elle engendre également « *pour les dirigeants, l'incapacité temporaire de revêtir des fonctions d'administration, de direction et de contrôle au sein de sociétés cotées ou de sociétés appartenant à un groupe comprenant des sociétés cotées* »[989]. La sévérité de la sanction est remarquable, car bien que cette dernière soit temporaire, elle est systématique en ce sens que la Consob n'a d'autre choix que de la prononcer. De plus, elle conduit clairement à empêcher les auteurs des manquements administratifs d'exercer leur activité professionnelle en leur faisant perdre les qualités qui leur permettre d'être agréés par l'autorité italienne. Enfin pour les dirigeants, la sanction fait obstacle à l'exercice de nouvelles fonctions non seulement au sein de sociétés cotées, mais également dans tout autre établissement dès lors qu'il appartient à un groupe composé d'entités parmi lesquelles figure au moins une société cotée, ce qui réduit considérablement les possibilités professionnelles de ces individus.

D'autre part, la Consob peut également demander « aux sujets habilités, aux sociétés de gestion des comptes, aux sociétés émettrices cotées ainsi qu'aux sociétés de contrôle des comptes »[990], à titre sanction disciplinaire, « de ne pas employer dans l'exercice de leur propre activité et pour une durée qui ne peut excéder trois ans, l'auteur de la violation et requérir des ordres professionnels compétents la suspension temporaire de son activité professionnelle par le sujet inscrit à l'ordre professionnel »[991]. Contrairement à ce qui est prévu pour les dirigeants, il s'agit là d'une simple faculté de la Consob qui doit tenir compte pour décider d'appliquer ou non cette sanction administrative d'interdiction

---

988 Texte original : « *la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i promotori finanziari* » (art. 187-*quater*, al. 1er, TUF).

989 Texte original : « *per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate o di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate* » (art. 187-quater, al. 1 et 2, TUF).

990 Texte original : « *ai soggetti abilitati, alle società di gestione del mercato, agli emettenti quotati e alle società di revisione* » (art. 187-*quater*, al. 3, TUF).

991 Texte original : « *di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dell'esercizio dell'attività professionale* » (art. 187-*quater*, al. 3, TUF).

professionnelle, « *de la gravité du manquement et de l'intensité de la faute commise par son auteur* »[992].

631. Une utilisation asymétrique des sanctions d'interdiction par les autorités françaises et italiennes : Qu'il s'agisse de l'Autorité des marchés financiers ou des juges répressifs français, les sanctions d'interdictions professionnelles ne sont pas souvent mises en œuvre[993], ce qui pourrait être considéré comme regrettable du point de vue de la dissuasion que de telles mesures sont susceptibles de produire[994]. En effet, les conséquences de ces sanctions sont largement néfastes pour la situation professionnelle des auteurs d'abus de marché : de ce fait, leur prononcé serait sans aucun doute susceptible de l'inciter à ne pas réitérer leurs comportements illicites. Il ne s'agit pas cependant d'empêcher toute activité desdits individus, mais l'utilisation régulière par l'autorité de marché de la suspension temporaire d'exercice de leur activité professionnelle, pour une durée de quelques mois par exemple, provoquerait sûrement son effet sur les professionnels aux pratiques douteuses. En revanche, relativement aux dirigeants qui commettent des abus de marché, une longue interdiction les empêchant d'exercer des fonctions de gestion, d'administration ou de contrôle pourrait s'avérer très efficace du point de vue de la lutte contre la réitération ; la sanction d'une particulière sévérité ne les empêcherait pas par ailleurs d'exercice toute autre activité professionnelle. La Consob prononce un peu plus souvent ces sanctions qui la plupart du

[992] Texte original : « *della gravità della violazione e del grado della colpa* » (art. 187-*quater*, al. 3, TUF).

[993] Les autorités recourent bien plus souvent à la mesure de publication de la décision de sanction.
Cf. *infra*, §§ 636, pp. 330 s. des présents travaux.

[994] L'Autorité des marchés financiers a pu prononcer un avertissement et une interdiction de participer à la négociation d'instruments financiers pour une durée de cinq ans (Déc. AMF, 4 oct. 2005, *M. A*), un avertissement seul (Déc. AMF, 2 juin 2015, *Société ISA France, NG Investments, Ormylia, ORMYLIA, Socodol et UBS (France)* et *MM. A, Noël Goutard, Jacques Kielwasser, Michel Picault, Bernard Raboutet et Isabelle Raboutet*) un blâme (Déc. AMF, 11 juil. 2015, *Société X*).

temps possèdent une durée inférieure à un an[995]. Les juges pénaux italies utilisent également un peu plus les interdictions professionnelles[996].

2. Le recours inégal à la confiscation par les autorités françaises et italiennes

632. La pertinence de la sanction de confiscation : L'un des buts de la peine est de dissuader les auteurs potentiels de passer à l'acte, ce qui se réfère à la prévention générale, ou, dans l'hypothèse où l'un d'entre eux aurait céder, de l'empêcher de réitérer sa conduite illicite, ce qui relève de la prévention spéciale. Pour ce faire, le législateur peut assortir les comportements qu'il incrimine de peines dissuasives, qui induiront pour le délinquant une dégradation de sa situation, du fait de la commission de l'infraction, plus intense que l'avantage qu'il est susceptible d'en retirer. Dans le cadre des infractions boursières, qui impliquent la plupart du temps pour leurs auteurs de chercher à réaliser une plus-value d'éviter des pertes, les peines les plus dissuasives sont celles qui toucheront à leur patrimoine. Dès lors, la combinaison de la sanction pécuniaire qui peut être portée au décuple de l'avantage retiré de l'infraction, c'est-à-dire au décuple soit de la plus-value réalisée, soit de la perte évitée, et de la confiscation portant sur ces mêmes avantages, ainsi que sur les biens utilisés pour commettre l'infraction remplissent parfaitement cette fonction de dissuasion. L'auteur se trouve en effet privé des bénéfices qu'il a tirés de son activité délictueuse, mais en plus, une sanction pécuniaire vient affecter son patrimoine, et il peut se voir retirer une somme

---

[995] Consob, delib. 30 giu. 2015, n. 19293, *Manfredi Rosso* : dans le cadre d'un abus d'informations privilégiées : sanction d'interdiction d'exercer des fonctions de direction, d'administration et de contrôle pour quatre mois ; Consob, delib. 10 febb. 2010, n. 17169, *Sig. Angelo Manca e Schroder Investment Management Ltd* ; *Boll. Consob*, n. 2/2010, dal 16 ott. 2010 al 30 ott. 2010 : prononcé de la même sanction et la perte des qualités d'honorabilité pour six mois ; Consob, delib. 30 dic. 2009, n. 17116, *Sig. Danilo Coppola e Gruppo Coppola S.p.A.* ; *Boll. Consob*, n. 2/2010, dal. 16 febb. 2010 al 28 febb. 2010 : les mêmes sanctions ont été prononcées pour une période de douze mois.

[996] V. pour exemple Trib. Milano, sez. pen. II, 28 mai 2011 (dep. 10 ott. 2011), n. 6605, *Antonveneta*. Dans cette affaire, ont été prononcées à l'encontre de cinq auteurs de manipulations de marché, des peines d'interdiction d'exercer des offices publics, leur activité professionnelle, mais aussi des fonctions de direction de personne morale et une incapacité d'interdiction de contracter avec l'administration, pour une durée de deux ans. Pour l'un d'entre eux, les mêmes peines ont été infligées pour la même durée, sauf pour l'interdiction d'exercer des offices publics qui atteint une durée de cinq ans. Un autre encore a vu prononcer à son encontre une interdiction perpétuelle d'exercer des offices publics et pendant cinq ans, il a été interdit d'exercer sa profession.

équivalente aux biens, aux valeurs qu'il a dû investir pour pouvoir réaliser des transactions objet des délits ou manquements boursiers.
Pourtant, si le législateur français l'a prévue pour les personnes morales auteurs d'infractions boursières, la sanction de confiscation n'est pas applicable aux personnes physiques. Au contraire, en Italie, que ce soient les personnes physiques ou morales, elles peuvent faire l'objet d'une confiscation tant pour les manquements administratifs constitutifs d'abus de marché, que pour les délits correspondants.

633. La confiscation susceptible de découler du délit de l'article 501 du Code pénal italien : Le législateur italien a prévu des peines de confiscation pour les différents délits et manquements. Pour commencer, l'article 240 du Code pénal italien dispose qu'« *En cas de condamnation, le juge peut ordonner la confiscation des choses qui servirent ou furent destinées à commettre l'infraction, et des choses qui en sont le produit ou le profit* »[997]. Cet article s'applique dans le cas du délit d'augmentation et de diminution frauduleuse des cours sur le marché public et dans les bourses de commerce de l'article 501 du Code pénal. Parmi les choses qui « *servirent ou furent destinés à commettre l'infraction* », il est possible de trouver ce que le législateur italien désigne sous le nom de « prix » de l'infraction (« *prezzo* »), notamment si les abus de marché ont été commis pour le compte de tiers. Ce dernier désigne l'ensemble des biens donnés ou promis au délinquant pour qu'il commette l'infraction. Plus exactement, la Cour de cassation a expliqué que le « prix » correspond à « **tout ce qui a été négocié et obtenu par une personne déterminée, comme rétribution de l'exécution de l'infraction** »[998]. Sur ce point, la Cour de cassation italienne a expressément exclu du « profit » résultant du délit, les sommes utilisées pour le commettre. Cette confiscation participe de l'efficacité des dispositifs de sanction, puisque si le juge prononce la confiscation du profit tiré de l'abus de marché, ainsi que les sommes qui ont permis d'acquérir les titres objet de l'infraction, l'acte délictueux aura coûté plus cher à son auteur que l'abstention dont il aurait pu faire preuve. L'article 240, alinéa 2 du Code pénal pose une limite à la confiscation : elle est

[997] Texte original : « *Nel caso di condanna, il giudice può ordinare la confisca delle cose che servirono o furono destinate a commettere il reato, e delle cose, che ne sono il prodotto o il profitto* ».
[998] Texte original : « ***quello pattuito e conseguito da una persona determinata, come corrispettivo dell'esecuzione dell'illecito*** », *in* Cass. pen. sez. un., 3 luglio 1996, n. 9149 ; *Riv. dir. trib.* 1997, II, p. 659, con nota Ennio FORTUNA.

impossible lorsque les biens appartiennent à une personne étrangère à la commission de l'infraction.

634. L'automaticité de la confiscation relative au délit d'agiotage de l'article 2637 du Code civil italien : Concernant le délit d'agiotage de l'article 2637 du Code civil, là encore, le juge peut prononcer « *la confiscation du produit ou du profit résultant de l'infraction, et des biens utilisés pour la commettre* »[999]. Il s'agit d'une confiscation obligatoire comme le montre l'emploi du présent : la disposition explique que « *la confiscation est ordonnée* »[1000]. Les doutes formulés dans les paragraphes précédents[1001] relativement à la légitimité du caractère automatique des sanctions d'interdiction professionnelles peuvent être réitérés à propos de la confiscation. Il est indéniable que cette peine est dissuasive ; cependant, il devrait revenir au juge de choisir ou non de la prononcer en fonction des circonstances de l'infraction et de la qualité de l'auteur.
L'alinéa 2 de cet article ajoute que « *Quand l'identification et l'appréhension des biens indiqués dans le premier alinéa est impossible, la confiscation a pour objet une somme d'argent ou des biens de valeur équivalente* »[1002]. Par conséquent, du fait de la possibilité de mettre en œuvre une confiscation par équivalent, la répression est plus sévère pour l'agiotage que pour le délit de l'article 501 du Code pénal, alors que le premier concerne les instruments financiers non cotés ou négociés sur des marchés non règlementés, et que le second vise les titres cotés échangés sur les marchés publics, ce qui rend le dispositif de sanction incohérent.

635. La systématicité des confiscations administrative et pénale du texte unique en matière d'intermédiation financière : A l'image de ce qui est prévu pour le délit d'agiotage de l'article 2637 du Code civil, la confiscation frappe de façon systématique les délits d'abus d'informations privilégiées[1003] et des manipulations de marché[1004], et

[999] Texte original : « *la confisca del prodotto o del profitto del reato e dei beni utilizzati per commetterlo* » (art. 2641, al. 1er, C. civ. it.).
[1000] Texte original : « *È ordinata la confisca* » (art. 2641, al. 1er, C. civ. it.).
[1001] Cf. § 624 p. 320 des présents travaux.
[1002] Texte original : « *Quando non è possibile l'individuazione o l'apprensione dei beni indicati nel comma primo, la confisca ha ad oggetto una somma di denaro o beni di valore equivalente* » (art. 2641, al. 2, C. civ.).
[1003] Art. 184, TUF.
[1004] Art. 185, TUF.

les manquements administratifs correspondants[1005], pour lesquels « *la confiscation du produit ou du profit résultant du délit ou des biens utilisés pour le commettre est appliquée* »[1006]. Lorsqu'il est impossible d'identifier ou de saisir lesdits biens, les autorités répressives judiciaires ou administratives disposent à nouveau de la faculté de faire procéder à une confiscation de biens de valeur équivalente[1007]. Par exemple, la Cour d'appel de Milan a pu appliquer une confiscation portant sur des biens équivalents à ceux tirés de l'infraction, pour une valeur de 6 182 919 euros, équivalente à 59 fois le profit réalisé grâce à l'abus d'informations privilégiées[1008]. Quant à la sanction applicable aux manquements administratifs, l'article 187-*sexies*, alinéa 3 du texte unique ene matière d'intermédiation financière précise qu'« *En tout état de cause, la confiscation ne peut porter sur des biens qui n'appartiennent à aucune des personnes qui ont fait l'objet d'une sanction administrative pécuniaire* »[1009]. Se pose à nouveau la question de la conformité de ces peines automatiques aux principes de nécessité des peines et de personnalisation des sanctions.

636. La position de la Cour constitutionnelle italienne relativement à l'automaticité de la confiscation : La Cour constitutionnelle italiene a été saisie il y a peu de temps d'une question sur la conformité de la peine de confiscation prévue par l'article 187-*sexies* du texte unique en matière d'intermédiation financière, à l'article 27 de la Constitution italienne qui pose le principe de nécessité des peines. Malheureusement, la Haute juridiction n'a pas répondu, puisqu'elle a déclaré la requête irrecevable au motif que « le défaut de clarté et l'imprécision du *petitum* rendent la question irrecevable, empêchant ainsi l'examen sur le fond »[1010]. En effet, la Cour n'a pas réussi à établir s'il lui était demandé d'abroger purement et simplement la disposition en cause, ou si elle devait prononcer une décision interprétative qui aurait

[1005] Art. 187-*bis* et 187-*ter*, TUF.

[1006] Texte original : « […] *è disposta la confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo* » (art. 187, TUF pour les infractions pénales et 187-*sexies*, TUF pour les manquements administratifs).

[1007] Art. 187, al. 2, TUF pour les délits pénaux et 187-*sexies*, al. 2, TUF pour les manquements administratifs.

[1008] Cass. sez. civ. II, 14 sett. 2015, n. 18025, 18026, 18027, 18028, 18029 e 18030, *Unipol*.

[1009] Texte original : « *In nessun caso può essere disposta la confisca di beni che non appartengono ad una delle persone cui è applicata la sanzione amministrativa pecuniaria* » (art. 187-*sexies*, al. 3, TUF).

[1010] Texte original : « *l'oscurità e l'indeterminatezza del petitum rendono la questione inammissibile, precludendone quindi l'esame nel merito* », *in* Corte cost., 7 giu. 2011, n. 186 ; *G.U.* 15 giu. 2011.

permis aux autorités administratives, ainsi qu'aux juges répressifs, d'écarter aux différents cas espèces la sanction de confiscation, lorsqu'elle serait apparue concrètement disproportionnée à la gravité du manquement. Il n'est pas certain que si la Cour constitutionnelle avait accepté de se prononcer sur la conformité au principe de nécessité des peines de l'article 187-*sexies* du texte unique en matière d'intermédiation financière, la confiscation insérée dans cette disposition aurait été validée par elle.

Il convient toutefois de préciser qu'une nouvelle question de légitimité constitutionnelle a été posée à la Cour qui n'y a pas encore répondu : la deuxième section civile de la Cour de cassation[1011] devait statuer sur un recours exercé à l'encontre d'une décision de la Cour d'appel de Brescia[1012] qui avait appliqué à l'encontre de l'auteur d'une utilisation illicite d'informations privilégiées rétroactivement la sanction administrative de confiscation par équivalent de l'article 187-*sexies*, qui permettait une telle pratique du fait de la prévision expresse du législateur en ce sens à l'article 9, alinéa 6 de la loi n° 62 du 18 avril 2005[1013]. Pour ce faire, elle s'est fondée sur deux décisions précédentes de la Cour constitutionnelle italienne[1014] : dans la seconde d'entre elles, ladite juridiction avait affirmé que « *L'appréciation de la légitimité* [de la disposition] *doit s'inspirer de la décision n. 196 du 2010 dans laquelle cette Cour a affirmé qu'il est possible de déduire de la jurisprudence de la Cour de Strasbourg développée relativement aux articles 6 et 7 de la Convention, 'le principe selon lequel toutes les mesures à caractère punitif-infamant doivent être assujetties aux mêmes règles que les sanctions pénales au sens strict* »[1015].

[1011] Cass. sez. civ. II, 14 sett. 2015, n. 18025, 18026, 18027, 18028, 18029 e 18030, *Unipol*.

[1012] CA Brescia, 25 febb. 2009, n. 265/2009, *Unipol*.

[1013] 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.

[1014] Corte cost., 26 maggio 2010 (dep. 4 giu. 2010), n. 196 ; *Giur. cost.* maggio-giu. 2010, vol. LV, fasc. 3, pp. 2290-2301, con nota Aldo TRAVI (pp. 2323-2326) ; *Resp. civ. prev.* ott. 2010, vol. LXXV, fasc. 10, pp. 2017-2033, con nota Riccardo DIES (pp. 2034-2057) ; *Cass. pen.* febb. 2011, vol. LI, fasc. 2, pp. 528-534, con nota Vittorio MANES (pp. 534-546) ; Corte cost., 14 apr. 2014 (dep. 18 apr. 2014), n. 104 ; *Cass. pen.* maggio 2015, vol. LV, fasc. 5, pp. 1825-1832, con nota Francesca URBANI (pp. 1832-1845).

[1015] Texte original : « ***L'esame di tale censura deve prendere le mosse dalla sentenza n. 196 del 2010 nella quale questa Corte ha affermato che dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo formatasi sull'interpretazione degli artt. 6 e 7 della CEDU, si ricava 'il principio secondo il quale tutte le misure di carattere punitivo-afflittivo devono essere soggette alla medesima disciplina della sanzione penale in senso stretto'*** » (§ 3.1.5 de la décision n° 196 du 26 mai 2010 et § 7.2 de la décision n° 104 du 14 avr. 2014).

637. La possibilité d'une confiscation pénale portant sur le « prix » de l'infraction ? : L'article 187 du texte unique en matière d'intermédiation financière, qui concerne la sanction applicable aux abus d'information privilégiée et manipulations de marché dans leur versant pénal, précise dans son alinéa 3 que « *Pour ce qui est pas établi aux alinéas 1 et 2, les dispositions de l'article 240 du code pénal s'appliquent* »[1016]. Dès lors, comme les dispositions du code pénal, la confiscation ayant trait aux « *choses qui servirent ou furent destinées à commettre l'infraction, et des choses qui en sont le produit ou le profit* », déjà mentionnées dans l'article 187, alinéa 1 du texte unique, il est possible de se demander pourquoi le législateur a ajouté cette précision dès lors que les deux types de confiscation semblent couvrir le même champ d'application.

638. La multiplicité des dispositions relatives à la confiscation, symbole du caractère fragmentaire de la législation italienne en matière de lutte contre les abus de marché : L'étude des multiples sanctions de confiscation susceptible d'être prononcées à l'égard des auteurs italiens d'infractions boursières, tant en matière pénale qu'en matière administrative, sont à nouveau le signe d'une accumulation de normes qui viennent régir un même domaine, à savoir la lutte contre les abus de marché et la protection des investisseurs, et qui restent éparpillées au sein de textes multiples. La conservation d'une seule de ces dispositions, laquelle serait formulée de façon à englober toutes les conduites et tous les instruments financiers concernés par les trois délits, ou encore le regroupement de ces dernières au sein du texte unique en matière d'intermédiation financière par exemple, permettrait de rationaliser la matière et de prévoir des sanctions appropriées dans un seul et unique article, dont les différents alinéas prévoiraient les modalités d'application et de modulation.

3. Les difficultés liées à la publication des sanctions

639. La différente nature des mesures de publication des décisions de sanction françaises et italiennes : Les législateurs français et italien ont tous deux prévu une mesure de publication des décisions faisant suite aux différentes poursuites pour abus de marché. L'article 186 du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit

[1016] Texte original : « *Per quanto non stabilito nei commi 1 e 2 si applicano le disposizioni dell'articolo 240 del codice penale* » (art. 187, al. 3, TUF).

une telle possibilité pour les juges répressifs, et l'article 187-*septies*, alinéa 3 du même texte évoque la question de la diffusion des décisions de la Consob ; au contraire, en France, une telle faculté est laissée à la seule Autorité des marchés financiers en vertu de l'article L. 621-15, V, du Code monétaire et financier.

Concernant les modalités de publication de la décision par l'autorité administrative française, elle intervient « *dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée* »[1017]. Les sanctions infligées suite à des procédures administratives sont très souvent insérées dans le *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires*[1018], mais aussi sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers[1019]. L'Autorité des marchés financiers insérait aussi certaines décisions dans sa *Revue mensuelle*[1020]. De façon similaire, l'article 186 du texte unique en matière d'intermédiation financière dispose que « *La condamnation pour l'un des délits du présent chapitre entraîne* […] *la publication de la décision dans au moins deux quotidiens, dont l'un économique et diffusé sur tout le territoire* »[1021]. Enfin, l'article 187-*septies*, alinéa 3 de ce même texte explique que « *La décision d'application des sanctions est publiée par extrait au Bulletin de la Consob* »[1022]. La disposition ajoute qu'« *En fonction des intérêts impliqués et de la nature des manquements, l'autorité italienne peut prévoir d'autres modalités de publication de la décision* ». En tout état de cause, la publication est réalisée aux frais de l'auteur des abus de marché[1023].

[1017] Art. L. 621-15, V, C. mon. fin.

[1018] V. pour des exemples de décisions où la publication est insérée au *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* : Déc. AMF, 7 déc. 2006, *M. A. et Société X* ; Déc. AMF, 4 oct. 2005, *M. A* ; Déc. AMF, 5 oct. 2006, *Société X*.

[1019] V. pour exemples des décisions de diffusion sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers : Déc. AMF, 12 mai 2011, *Société Kraay Trading I BV* ; Déc. AMF, 4 oct. 2005, *M. A* ; Déc. AMF, 5 oct. 2006, *Société X* ; Déc. AMF, 1er oct. 2014, *Société Bourse direct et M. Jean-Marie Puccio*.

[1020] Déc. AMF, 4 oct. 2005, *M. A* ; *Rev. mens. AMF* nov. 2005, n° 19 ; Déc. AMF, 5 oct. 2006, *Société X* ; *Rev. mens. AMF* nov. 2006, n° 30.

[1021] Texte original : « *La condanna per taluno dei delitti previsti dal presente capo importa* […] *la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale* » (art. 186, TUF).

[1022] Texte original : « *Il provvedimento di applicazione delle sanzioni è pubblicato per estratto nel Bollettino della Consob* » (art. 187-*septies*, al. 3, TUF).

[1023] Art. L. 621-15, V, C. mon. fin. et art. 187-*septies*, al. 3 TUF.

640. La publication de la décision de condamnation relative au délit de l'article 501 du Code pénal italien : L'infraction d'augmentation et de diminution des cours sur le marché public et dans les bourses de commerce de l'article 501 du Code pénal italien obéit au régime du régime général de publication des décisions de condamnation de l'article 36 du même code. Dans ce cas, la décision de condamnation du juge pénal est diffusée « *sur le site internet du Ministère de la Justice* »[1024]. Le juge décide de la durée de la diffusion, sans pouvoir dépasser trente jours. En absence de fixation de la part de celui-ci, elle est automatiquement limitée à quinze jours[1025]. Le principe est celui de la publication par extrait, sauf si le juge en décide autrement[1026]. En tout état de cause, la diffusion de la condamnation est effectuée aux frais du condamné[1027].

641. Les exigences de l'Union européenne en matière de publication des décisions de sanction des abus de marché : Sur le principe, les législations française et italienne sont en adéquation avec les récentes évolutions survenues en droit européen, puisque l'article 34, paragraphe 1 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[1028] dispose que « *Sous réserve du troisième alinéa, les autorités compétentes publient toute décision infligeant une sanction administrative ou toute autre mesure administrative pour cause de violation du présent règlement sur leur site internet immédiatement après que la personne faisant l'objet de cette décision a été informée de cette décision. Cette publication mentionne au minimum le type et la nature de la violation et l'identité de la personne faisant l'objet de la décision* ». La publication de la décision de sanction en cas d'abus de marché n'est prévue que par le règlement relatif aux sanctions administratives ; par conséquent, elle ne semble pas imposée lorsque ce sont les juridictions pénales qui prononcent condamnation à l'encontre des auteurs d'infractions boursières. De ce fait, les législateurs n'aura pas à modifier sa législation sur ce point. Cependant, la disposition européenne impose que la sanction que l'autorité administrative prononce soit publiée sur le site Internet de cette dernière.

[1024] Texte original : « *nel sito internet del Ministero della giustizia* » (art. 36, al. 2, C. pén. it.).

[1025] Art. 36, al. 2, C. pén. it.

[1026] Art. 36, al. 3, C. pén. it.

[1027] Art. 36, al. 3, C. pén. it.

[1028] 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.

L'article L. 621-15, V du Code monétaire et financier ne prévoit pas expressément ce mode de diffusion pour les décisions de sanction de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers. Cependant, comme l'autorité a le choix des supports de diffusion, il lui reviendra d'opter systématiquement pour la diffusion sur son propre site quand elle estimera opportun de publier ladite décision, ce qu'elle fait déjà actuellement. À l'inverse, l'article 186 du texte unique en matière d'intermédiation financière, ni l'article 187-*septies*, alinéa 3 du même texte ne laissent cette possibilité à la Consob ; dès lors, ces dispositions devront être adaptées, afin de satisfaire les prescriptions de l'Union européenne.

Cette dernière prévoit également que les décisions publiées restent disponibles pendant une période d'au moins cinq ans sur le site Internet des autorités administratives compétentes. Elle prévoit toutefois la possibilité d'effacer les données à caractère personnel contenu dans lesdites publications dès lors que de telles mentions ne sont plus nécessaires. Cette règle a pour finalité de protéger les investisseurs, notamment des professionnels ou des personnes morales aux pratiques douteuses ; cependant, la suppression des données à caractère personnel peut faire perdre de son intérêt au maintien en ligne des décisions, puisque cette dernière empêchera tout opérateur d'avoir connaissance de l'identité du professionnel concerné, sauf l'identité est le seul élément qui est maintenu au sein de la publication. Le législateur français a traduit sa volonté de mettre en conformité sa législation avec les textes européens, puisque dans l'article 7, 2°, *in fine* de la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[1029], il a reproduit littéralement la disposition contenue à l'article 34, paragraphe 3 du règlement européen du 16 avril 2014[1030].

642. La publication spécifique des informations relatives aux voies de recours exercées à l'encontre des décisions des autorités administratives : Le règlement européen du 16 avril 2014 envisage l'hypothèse dans laquelle les décisions prises par les autorités administratives, qui sanctionnent les abus de marché et autres infractions

[1029] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[1030] Art. 34, par. 3, du règlement européen du 16 avr. 2014 : « *Toute décision publiée demeure disponible sur le site internet de l'Autorité des marchés financiers pendant une période de cinq ans après sa publication. Les données à caractère personnel figurant dans une telle publication ne sont maintenues sur le site internet de l'autorité que pour la durée nécessaire conformément aux règles applicables en matière de protection des données* ».

boursières, font l'objet d'une opposition. Dans ce cadre, elle exige que « *Lorsque la décision fait l'objet d'un recours devant une autorité judiciaire, administrative ou une autre autorité nationale, les autorités compétentes publient aussi immédiatement cette information sur leur site internet, ainsi que toute information ultérieure sur le résultat dudit recours. En outre, toute décision annulant une décision faisant l'objet d'un recours est aussi publiée* »[1031]. Une telle disposition vise à préserver la présomption d'innocence des personnes poursuivies par les autorités administratives : tant qu'il n'a pas été établi de façon définitive que les manquements boursiers leur sont imputables, il convient de ne pas induire le public en erreur et d'indiquer le caractère provisoire de la précédente décision, afin également de protéger leur réputation et, par là-même, leur situation professionnelle.

L'Italie ne semble pas encore avoir pris en compte cette nouvelle règle, mais le législateur français tend déjà à remédier aux insuffisances de l'article L. 621-15, V du Code monétaire et financier qui pour le moment ne prévoit rien sur ce point : l'article 7, 2° de la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[1032] envisage l'ajout d'une deuxième phrase à cet article, laquelle prévoirait que « *Lorsque la décision de la commission des sanctions fait l'objet d'un recours, l'Autorité des marchés financiers publie sans délai cette information sur son site internet, ainsi que toute information ultérieure sur le résultat dudit recours. Toute décision qui annule une décision précédente imposant une sanction ou une mesure est publiée* ».

643. Les tempéraments à la publication des décisions : La diffusion des décisions affirmant la responsabilité des dirigeants des émetteurs ou autres professionnels des marchés est une sanction infamante, qui expose ces personnes au risque de voir leur situation professionnelle impactée de façon négative : les investisseurs ayant connaissance des conduites illicites de ces individus auront tendance à ne plus recourir à leurs services, ou lorsqu'il s'agit d'un émetteur, à ne plus investir dans les instruments financiers de ce dernier. C'est pourquoi les réglementations européenne, française et italienne ont prévu des tempéraments au principe de publication des décisions de sanction. L'article L. 621-15, V du Code monétaire et financier français dispose que

[1031] Art. 34, par. 2 du règlement européen du 16 avr. 2014.

[1032] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

« « […] *lorsque la publication risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause, la décision de la commission peut prévoir qu'elle ne sera pas publiée* ». Le même pouvoir appartient à la Consob qui peut également différer la publication, ou l'en empêcher en tout ou partie pour des raisons identiques[1033].

L'Union européenne a elle aussi consacrée expressément cette possibilité en permettant aux autorités administratives compétentes soit de différer la publication de la décision, soit de diffuser la décision de manière anonyme, soit de ne pas du tout envisager la publication[1034]. Ces mesures peuvent être mises en œuvre lorsque l'autorité administrative considère que « *la publication de l'identité de la personne morale faisant l'objet de la décision ou des données à caractère personnel d'une personne physique serait disproportionnée* […] *ou si une telle publication compromettrait une enquête en cours ou la stabilité des marchés financiers* »[1035]. Le report de la publication de la décision de sanction ne peut durer que le temps où le risque lié à la diffusion existe[1036]. De même, l'anonymisation des décisions doit être préférée à une absence de publication lorsque la finalité poursuivie réside dans la volonté d'éviter un préjudice grave aux personnes concernées[1037]. Cette indemnisation ne peut être que temporaire et ne durer que « *pendant une période raisonnable* », dès lors que les raisons susceptibles de provoquer un tel dommage sont amenées à disparaître par la suite[1038]. Enfin, l'absence totale de publication de la décision est une mesure subsidiaire qui ne peut être mise en œuvre que dans le but de protéger la stabilité des marchés financiers, ou encore afin que les autorités administratives puissent exercer exercer leur mission d'enquête sans

---

[1033] Art. 187-*septies*, al. 3, TUF : l'article dispose que « *La Consob, y compris sur requête des intéressés, peut différer ou exclure, en tout ou partie, la publication de sa décision, lorsque cette dernière est susceptible de causer un préjudice grave à l'intégrité du marché ou lorsqu'elle est susceptible d'engendrer un dommage disproportionné aux parties intéressées* » ; texte original : « *La Consob, anche dietro richiesta degli interessati, può differire ovvero escludere, in tutto o in parte, la pubblicazione del provvedimento, quando da questa possa derivare grave pregiudizio alla integrità del mercato ovvero questa possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte* ».

[1034] Art. 34, par. 1, al. 3, a), b) et c) du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 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.

[1035] Art. 34, par.1, al. 3 du règlement du 16 avr. 2014.

[1036] Art. 34, par.1, al. 3, a).

[1037] Art. 34, par.1, al. 3, b).

[1038] Art. 34, par.1, al. 4.

entrave[1039]. La diffusion est également écartée serait disproportionnée au regard des manquements commis[1040].

Autrement dit, la publication des décisions de sanction prise en matière d'abus de marché est utile d'un point de vue dissuasif : le risque d'être stigmatisé et redoutable pour un professionnel des marchés ou pour un émetteur. Cependant, s'il convient de réprimer les auteurs d'infractions boursières et d'informer les investisseurs du manque de moralité dont ces derniers peuvent parfois faire preuve, cette même volonté de protection peut justifier les tempéraments à la mesure de publication, voire son exclusion.

644. La tendance à l'anonymisation des sanctions : L'article L. 621-15, V du Code monétaire et financier ne prévoient pas expressément pour le moment la possibilité pour l'Autorité des marchés financiers d'anonymiser ses décisions de sanction. Pour autant, cette dernière a depuis longtemps déjà recours à cette pratique. Toutefois, le législateur français tire à nouveau les conséquences des modifications intervenues dans le cadre de la réglementation de l'Union européenne, puisque la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 reproduit presque mot pour mot, dans son article 7, 2), *d*)[1041], les prescriptions de l'article 34, paragraphe 3 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014. Toutefois, ladite proposition écarte la faculté pour pour l'Autorité des marchés financiers de ne pas publier la décision dès lors que sont concernés les émetteurs dont les instruments sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé, ou encore « *les émetteurs français dont des titres de capital, ou des titres de créance dont la valeur nominale est inférieure à 1 000 euros et qui ne sont pas des instruments du marché monétaire* […] » dont les titres sont

[1039] Art. 34, par.1, al. 3, c), i).

[1040] Art. 34, par.1, al. 3, c), ii).

[1041] La disposition précise que « *Toutefois, la commission des sanctions peut décider de reporter la publication d'une décision ou de publier cette dernière de manière anonyme dans l'une des circonstances suivantes : a) Si la publication des données à caractère personnel d'une personne physique faisant l'objet de la décision constitue une mesure disproportionnée ; b) Si la publication de la décision est susceptible de causer à la personne un préjudice grave et disproportionné ; c) Si la publication risque de perturber gravement la stabilité du système financier, une enquête ou un contrôle en cours. La commission des sanctions peut décider de ne pas publier cette décision dans les mêmes circonstances que celles énoncées au a à c, excepté pour les décisions qui sanctionnent les émetteurs mentionnés à l'article L. 451-1-2 ou les émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur une plateforme de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou règlementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initié, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations* ».

admis aux négociations sur un marché réglementé. Il est possible de douter de la conformité de cette restriction aux exigences posées par l'Union européenne, qui ne prévoit pas une telle limite. L'autorité française devrait pouvoir apprécier l'opportunité de publier ou non les sanctions relatives aux abus de marché commis par ce type d'émetteurs, en particulier parce que la communication d'une sanction prononcée à leur égard est susceptible, dans certaines hypothèses, de compromettre la stabilité des instruments financiers qu'ils diffusent et par conséquent, elle pourrait porter préjudice aux personnes détentrices d'une fraction du capital de ces émetteurs.

645. Synthèse relative aux sanctions applicables aux personnes physiques : L'étude des sanctions encourues par les personnes physiques a permis de mettre en relief plusieurs caractéristiques pour les systèmes de sanction français et italien des abus de marché.

D'une part, bien que les sanctions établies par les législateurs soient de même nature, leurs *quanta*, quand ils sont fixés de façon précise, diffèrent amplement. Pourtant, ces écarts ne semblent pas constituer de réels obstacles à une lutte efficace contre les infractions boursières au sein de l'Union européenne, en ce sens que la France comme l'Italie permet aux autorités, administratives ou pénales, de prononcer dans la majorité des cas des sanctions pécuniaires dont le montant peut atteindre le décuple des profits réalisés. D'autre part, alors que le second des deux pays a institué des peines d'emprisonnement qui répondent dans la majorité des hypothèses aux exigences des textes européens, la France est loin de les satisfaire puisque les peines privatives de liberté susceptible de prononcer en cas d'abus de marché sont deux fois inférieures aux prévisions de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1042]. Enfin, le régime italien de sanction des abus de marché révèle un dispositif particulièrement complexe qui mêle peines contraventionnelles et délictuelles, et sanctions administratives, alors que la doctrine et la jurisprudence peinent à distinguer les différences qui caractérisent les infractions pénales et les manquements boursiers. La rationalisation du système de répression est donc nécessaire et découlera de la réécriture des textes qui définissent les abus de marché[1043].

[1042] 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.

[1043] Cf. le dernier chapitre des présents travaux.

Par ailleurs, en ce qui concerne les sanctions accessoires, il est à nouveau possible de retrouver des mesures de même nature, qui résident dans les interdictions professionnelles, la confiscation, et la publication des décisions de sanction. Toutefois, les autorités italiennes y recourent bien plus souvent que les autorités françaises. Il convient d'ailleurs de rappeler sur ce point que les abus de marché de nature pénale ne peuvent donner lieu à aucune confiscation en droit français. Le législateur envisage un rehaussement des peines et des sanctions administratives dans les articles 3 et 4 de la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[1044] ; si de telles mesures rendent au moins une partie de leur valeur symbolique aux sanctions pénales, elles ne seront vraiment pertinentes que si l'Autorité des marchés financiers et les juges pénaux utilisent toutes les mesures qu'ils ont à leur disposition, et rendent effectif le prononcé des sanctions professionnelles et de la confiscation, qui elles aussi pourraient s'avérer fortement dissuasives à l'égard des auteurs d'abus de marché.

Il convient à présent de s'attarder sur le régime des personnes morales, afin de vérifier si les imperfections et incohérences qui caractérisent le système de sanction des personnes physiques se retrouvent pour ses sujets de droit.

Paragraphe 2. La responsabilité dissemblable des personnes morales et des groupements français et italiens

646. La consécration de la responsabilité des personnes morales en droit européenne : La directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1045], a expressément posé la nécessité d'engager la responsabilité d'une personne morale en cas de commission d'abus de marché, ce qui n'était pas le cas au sein du texte précédent du 28 janvier 2003[1046]. L'article 8 de la directive dispose que « *Les États membres prennent les mesures nécessaires pour que les personnes morales puissent être tenues pour responsables des infractions visées aux articles 3 à 6, commises pour leur compte par toute personne agissant soit individuellement, soit en tant que membre d'un organe de ladite personne*

[1044] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[1045] 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.

[1046] 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 ;

morale, et exerçant une fonction dirigeante en son sein […]». Il précise ensuite la notion de personne « *exerçant une fonction dirigeante* », en expliquant qu'elle représente les individus qui agissent en vertu d'un mandat de représentation de la personne morale, mais aussi ceux qui sont aptes à prendre des décisions au nom de cette dernière ou qui possèdent la qualité pour accomplir en son sein une mission de contrôle.
Par ailleurs, la responsabilité des personnes morales peut être mise en œuvre selon l'article 8, 2) de la directive « lorsque le défaut de surveillance ou de contrôle de la part d'une personne visée au paragraphe 1 a rendu possible la commission d'une infraction visée aux articles 3 à 6, pour le compte de ladite personne morale, par une personne soumise à son autorité ». Dès lors, le texte européen consacre également la possibilité d'engager la responsabilité des personnes morales sur le fondement d'une faute d'un simple salarié dans les hypothèses où celui-ci a pu échapper à la surveillance ou au contrôle d'un dirigeant mentionné à l'alinéa précédent.

647. L'indifférence de la nature de la responsabilité : Bien que l'Union européenne instaure une telle responsabilité, elle n'en précise pas la nature. Ce qui est certain, c'est qu'elle n'impose pas que celle-ci soit de nature pénale. L'article 9 de la directive du 16 avril 2014 explique que les sanctions prononcées à l'égard des personnes morales doivent être « *effectives, proportionnées et dissuasives* » et qu'elles peuvent inclure « *des amendes pénales ou non pénales et éventuellement d'autres sanctions* ». La lecture de cette disposition permet donc de déduire que l'exigence de l'Union européenne réside l'existence d'une possibilité de sanctionner les personnes morales pour le compte desquelles les abus de marché sont commis, peu importe que les poursuites engagées à leur rencontre soient de nature pénale ou administrative.

648. La double nature des responsabilités françaises et italiennes en matière d'abus de marché : La France et l'Italie ne seront pas contraintes de modifier leur législation pour respecter ses exigences : en effet, toutes deux ont possèdent depuis longtemps déjà des mécanismes de responsabilité applicables à l'encontre des personnes morales. Ces dernières peuvent être poursuivies par l'Autorité des marchés financiers et par la Consob, respectivement sur le fondement des articles L. 621-15, paragraphe III du code monétaire et financier et 187-*quinquies*, alinéa 1er, du texte unique en matière d'intermédiation financière. Par ailleurs, les deux pays prévoient

également la possibilité d'engager la responsabilité de personnes morales en cas de commission d'infractions pénales : en France, cette possibilité découle de l'article 121-2 du Code pénal, alors qu'en Italie elle fait suite à deux textes. Le premier, qui correspond à l'article 11 de la loi n° 300 du 29 septembre 2000[1047], a délégué au gouvernement la détermination des modalités de mise en œuvre d'une responsabilité qualifiée d'« administrative » pour les personnes morales et certains groupements, responsabilité qui ferait suite à la commission d'infractions pénales par une personne physique dans l'intérêt au profit desdits groupements ou personnes morales. Les règles applicables en la matière ont été adoptées par le biais du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001[1048].

649. Le maintien commun de la possibilité de poursuivre les personnes physiques auteurs de l'infraction : La mise en œuvre des poursuites à l'égard de la personne morale n'a pas pour but de déresponsabiliser les personnes physiques qui ont mis en œuvre la conduite de l'infraction imputée à la première. C'est pourquoi la directive européenne comme les législateurs français et italiens ont maintenu la possibilité d'exercer des poursuites à l'encontre des dirigeants ou préposés personnes physiques qui ont commis matériellement les faits incriminés. C'est ce qu'il résulte de l'article 8, paragraphe 3 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1049], des articles 121-2, alinéa 3 du Code pénal et L. 621-15, III, b) du Code monétaireet financier français, et pour finir, des articles 8 du décret législatif italien n° 231 du 8 juin 2001 et de l'article

[1047] Legge del 29 sett. 2000, n. 300, « 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, nonche' 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, *suppl. ordinario* n. 176.

[1048] 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.

[1049] 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.

187-*quinquies*, alinéa 4, du texte unique en matière d'intermédiation financière par renvoi à la disposition précitée.

A- Les conditions distinctes de mise en œuvre de la responsabilité des personnes morales et groupements français et italiens

650. Les incertitudes liées à la nature de la responsabilité des groupements en droit italien : Il n'y a aucun doute sur la nature des différentes responsabilités susceptibles d'être engagé à l'encontre des personnes morales françaises : l'article 121-2 du Code pénal institue une responsabilité de nature pénale, alors que l'article 621-15, III, a) et c) du Code monétaire et financier établit une responsabilité de nature administrative.

Dans l'ordre du juridique italien, la distinction entre les deux types de responsabilités instituées n'est pas aisée. La responsabilité instituée par l'article 187-*quinquies* du texte unique en matière d'intermédiation financière est clairement administrative puisqu'elle donne lieu lancé de sanctions administratives, suite à une procédure de type administrative mise en œuvre par la Consob. En revanche, la responsabilité prévue par le décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 est un mécanisme juridique difficile à appréhender tant dans sa nature, que dans ses modalités de mise en œuvre. L'article 1er, alinéa 1er de ce texte évoque une responsabilité « *pour manquement administratif dérivant d'une infraction pénale* »[1050]. Par conséquent, se pose la question de la nature administrative ou pénale de cette responsabilité. Les incertitudes relatives à cette responsabilité ne sont pas sans lien avec son caractère inédit dans le système juridique italien : en effet, l'institution d'une forme de responsabilité des groupements, découlant d'une infraction pénale n'allait pas de soi et les nombreuses discussions sur sa nature, encore vives aujourd'hui, sont la preuve d'une consécration laborieuse. Un autre phénomène vient confirmer le caractère problématique d'une telle responsabilité : il s'agit de la mise à exécution tardive du décret législatif de 2001. Les condamnations d'organismes sur ce fondement sont intervenues quelques années après l'adoption du décret et les premières sanctions furent timides, notamment parce qu'elles tenaient

[1050] Texte original : « *responsabilità degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato* » (art. 1er, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001).

compte de la nécessité pour les groupements, de bénéficier davantage de temps pour s'adapter à une nouvelle forme de responsabilité susceptible de peser sur eux.

651. La nature contestée de la responsabilité du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 : L'article 1er, alinéa 1er du décret législatif du 8 juin 2001 évoque une responsabilité des groupements « *pour manquement administratif dérivant d'une infraction pénale* ». La formulation mystérieuse de cette disposition a fait surgir de nombreuses questions quant à la nature de cette responsabilité : s'agit-il d'une responsabilité pénale, puisque la commission d'une infraction pénale est nécessaire à sa mise en œuvre ; ou bien, revêt-elle un caractère administratif du fait qu'elle est la conséquence directe de l'existence d'un manquement administratif, à l'origine duquel se trouve l'« organisme » ? Sur ce point, plusieurs certitudes peuvent être mises en relief : d'une part, la mise en œuvre de la responsabilité du décret législatif nécessite bien la commission d'une infraction pénale ; d'autre part, la commission de cette infraction pénale permet de mettre en évidence le manquement administratif du groupement, ce manquement résidant dans un défaut d'organisation. Toutefois certains éléments semblent indiquer que cette responsabilité est de nature administrative, alors que d'autres paraissent lui conférer une nature pénale. Certains auteurs de doctrine, assez nombreux, qualifient cette responsabilité d'une responsabilité de « troisième genre », mêlant aspects administratifs et aspects pénaux.

652. Les aspects administratifs de la responsabilité du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 : En premier lieu, le législateur a qualifié lui-même cette responsabilité d'administrative dans le premier chapitre du décret intitulé « *responsabilité administrative du groupement* »[1051] ; d'autre part, il désigne les sanctions prononcées à l'encontre des groupements de sanctions administratives[1052]. En second lieu, le régime de prescription est différent de celui qui existe en matière pénale : en effet, dans le domaine répressif, la durée du délai de prescription de l'action publique varie en fonction du quantum de la peine maximale encourue. Or, dans le cadre de la responsabilité des groupements pour manquement administratif dérivant de la

[1051] Texte original : « *Responsabilità amministrativa dell'ente* » (intitulé du chapitre 1er, d.lgs. n° 231/2001).
[1052] Cf. les articles 9 et 10 du décret législatif n° 231/2001.

commission d'une infraction pénale, le délai de prescription est d'une durée fixe de cinq ans mais il court à compter de la commission de l'infraction pénale[1053].

653. La coloration pénale de la responsabilité des groupements du décret n° 231 du 8 juin 2001 : Pour commencer, la responsabilité des groupements instituée par le décret législatif du 8 juin 2001 nécessite pour sa mise en œuvre, la commission d'une infraction pénale par l'un des sujets énumérés aux articles 6 et 7 du décret. Il s'agit des infractions mentionnées aux articles 25 et suivants du même texte. Ainsi, la responsabilité des groupements est engagée du fait de l'atteinte portée à une valeur juridique jugée digne d'une protection pénale par le législateur. Dès lors, l'on comprend mal pourquoi la responsabilité engagée serait de nature pénale à l'égard d'une personne physique, mais administrative à l'égard d'un groupement pour une atteinte portée à un même bien juridique.

Ensuite, l'engagement de la responsabilité des groupements pour manquement administratif qui découle de la commission d'une infraction pénale relève de la compétence du juge répressif ; les poursuites sont engagées par le ministère public, qui a la possibilité de classer sans suite le dossier en l'absence de charges suffisantes. Par ailleurs, les sanctions prononcées à l'égard des groupements le sont par le biais de décisions juridictionnelles, appelées « *sentences de condamnation* »[1054], qui font l'objet d'une publication[1055]. Toutes les règles du procès pénal s'appliquent à la procédure mise en œuvre à l'encontre des personnes morales et groupements et ces derniers se voient appliquer les mêmes garanties que celles accordées aux prévenus personnes physiques dans le procès pénal[1056].

Par ailleurs, certaines des sanctions encourues sont très graves telles que la dissolution du groupement ou l'interdiction définitive d'exercer l'activité à l'occasion de laquelle a été commise l'infraction. Il n'est pas impossible qu'en réalité ces sanctions revêtent la qualification de « peines » au sens de la Cour européenne des droits de l'homme, qui

[1053] Art. 22 du décret législatif n° 231/2001.
[1054] Texte original : « *sentenza di condanna* » (art. 22, d.lgs. n° 231/2001).
[1055] Art. 18 du décret législatif n° 231/2001.
[1056] Art. 35 du décret législatif n° 231/2001.

dans un arrêt *Engel contre Pays-Bas* du 8 juin 1976[1057], a retenu comme critères de la peine, la gravité de la mesure, le but de la mesure et le contexte dans lequel elle est prise. Enfin, dans une décision du 30 septembre 2009[1058], les sections unies de la Cour de cassation ont décidé que la responsabilité examinée « *calquait de façon substantielle le modèle de la responsabilité pénale* »[1059] et qu'elle pouvait donc se cumuler avec une autre forme de responsabilité, purement administrative cette fois-ci. Ainsi, au vu de l'ensemble de ces éléments, nous estimons que la responsabilité prévue par le décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 peut-être qualifiée de pénale.

654. Les divergences quant aux sujets de droit concernés par la répression française et italienne : L'article 121-2 du Code pénal français emploie expressément le terme de « *personne morale* », ce qui inclut les personnes privées et publiques, à l'exclusion de l'État. Par ailleurs, l'article L. 621-15, paragraphe III du Code monétaire et financier indiquent les sanctions susceptibles d'être prononcés à l'égard de « *toute personne* ». Dès lors, ces deux dispositions impliquent que les groupements faisant l'objet de poursuites pénales ou administratives soient dotés de la personnalité morale.
Le décret législatif évoque, dans sa version italienne, la responsabilité des « *enti* » ; les mots français dont le sens se rapproche davantage de la notion italienne sont donc « organismes », « entités », « établissements ». Mais concrètement, que désignent ces concepts ? Une réponse à cette question peut être déduite de l'article 1er, alinéas 1 et 2 du décret législatif qui dispose que « *Le présent décret législatif régit la responsabilité des organismes pour manquement administratif dérivant d'une infraction pénale. Les dispositions prévues dans celui-ci s'appliquent aux organismes dotés de la personnalité juridique, aux sociétés et associations, même privées de la personnalité juridique* ». Ainsi, le mot « *ente* » ou « groupement », dans un sens restrictif, désignerait un groupement ayant une forme autre que la société ou l'association. Cependant, il est communément admis dans la doctrine italienne que le mot « *ente* », dans une acception plus large, fait référence à l'ensemble des groupements publics ou privés dotés d'une certaine autonomie patrimoniale. Il s'oppose en tout état de cause à la notion d'individu ou

[1057] CourE.D.H., 8 juin 1976, req. n° 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72 et 5370/72, *Engel contre Pays-Bas*.
[1058] Cass. civ. sez. un., 30 sett. 2008, n. 20936, *Società Ifil Investment c. Consob* ;
[1059] Texte original : « ***ricalca poi nella sostanza, mutatis mutandis, la falsariga della responsabilità penale*** », *in* Cass. civ. sez. un., 30 sett. 2008, n. 20936, *Società Ifil Investment c. Consob*.

d'individualité, ce qu'a confirmé la Cour de cassation italienne dans une décision du 3 mars 2004[1060] où elle refusait l'applicabilité du décret législatif examiné aux entrepreneurs individuels.

Il convient d'ajouter que relativement à la compétence de l'Autorité des marchés financiers en matière d'abus de marché, l'article 611-1, alinéa 2, 1° du règlement général de cette autorité, qui délimite le champ de la répression, dispose que « *Toute personne physique ou morale ou toute entité* ». Bien que l'article L. 621-15, II du Code monétaire et financier, qui énumère les personnes qui peuvent être sanctionnées au titre de manquements administratifs, ne se réfère pas aux « entités », il est admis que des groupements dépourvus de personnalité juridique puisse se voir imputer de telles infractions et être amené à répondre des conséquences de leur conduite.

655. L'inégalité des modalités de mise en œuvre des responsabilités françaises et italiennes : L'article 121-2, alinéa 1er du Code pénal français dispose que « *Les personnes morales, à l'exclusion de l'Etat, sont responsables pénalement,* […], *des infractions commises, pour leur compte, par leurs organes ou représentants* ». L'article 621-15, paragraphe III, b) du Code monétaire et financier vise quant à lui « *pour les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte* » de personnes morales. Quant aux articles 5 du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 et 187-*quinquies*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit ou de la responsabilité des groupements est mise en œuvre pour les infractions « *commises dans son intérêt ou à son avantage : a) par des personnes qui revêtent des fonctions de représentation, d'administration ou de direction du groupement de l'une de ses unités dotées d'une autonomie financière et de fonctionnement ainsi que par les personnes qui exercent, même de fait, la gestion ou le contrôle, de ce dernier ; b) par toute personne soumise à la direction ou à la surveillance de l'un des sujets mentionnés à la lettre a)* »[1061]. Dès lors, le champ d'application des responsabilités des personnes morales italiennes

[1060] Cass. pen. sez. VI, 3 marzo 2004 (dep. 22 apr. 2004), n. 18941 ; *Cass. pen.* dic. 2004, vol. XLIV, n. 12, pp. 4046-4049-4051, con nota Paolo DI GERONIMO (pp. 4049-) ; *Dir. e giust.* 2004, fasc. 30, p. 20, con nota Claudio CORATELLA ; *Riv. dottori comm.* luglio-ago. 2004, fasc. 4, p. 908, con nota Luca TROYER pp. 908-923.

[1061] Texte original : « *commessi nel suo interesse o a suo vantaggio: a) da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso; b) da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti di cui alla lettera a)* » (art. 5, d.lgs. n° 231/2001 et 187-*quinquies*, TUF).

est plus large en ce qu'elles permettent également sa mise en œuvre en cas d'infraction commise par un préposé, ce qui est impossible en France en l'absence de délégation de pouvoirs valide délivrée à une personne qui dispose « *de l'autonomie, des compétences, des qualités et des moyens nécessaires* »[1062] pour assurer la mission qui lui est conférée.

B- Les sanctions applicables aux personnes morales et groupements

656. Des sanctions analogues à celles encourues par les personnes physiques : l'article L. 465-3, alinéa 1er du Code monétaire et financier prévoit que les personnes morales auxquelles sont imputés des abus de marché « *encourent, outre l'amende suivant les modalités prévues par l'article 131-38 du code pénal, les peines prévues par l'article 131-39 du même code* ». La deuxième disposition visée prévoit majoritairement des sanctions d'interdiction, telles que l'interdiction d'exercer temporairement ou définitivement une activité professionnelle déterminée[1063] ou l'interdiction de procéder à une offre au public de titres financiers[1064], ainsi qu'une peine de confiscation[1065]. De son côté, l'article n° 9, alinéa 1er du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001[1066] précise que « *Les sanctions prononcées en cas de manquements administratifs dérivant d'infractions pénales sont : a) la sanction pécuniaire ; b) les sanctions d'interdiction ; c) la confiscation ; d) la publication de la décision* »[1067]. Par ailleurs, sur le fondement de l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier, l'Autorité des marchés financiers peut prononcer des sanctions pécuniaires ou l'interdiction temporaire ou définitive d'exercer tout ou partie des services fournis. Enfin, la Consob peut infliger des sanctions pécuniaires à l'encontre

---

[1062] Cass. crim., 9 nov. 1999, n° 98-81746, *Bull. crim.* 1999, n° 252, p. 786 ; Cass. crim., 14 déc. 1999, n° 99-80104, *Bull. crim.* 1999 n° 306, p. 947 ; Cass. crim., 26 juin 2001, n° 00-83466, *Bull. crim.* 2001, n° 161, p. 504, *Société Carrefour France* ; *JCP E* 21 fév. 2002, n° 8, comm. 371, note Daniel OHL ; *Dr. pén.* janv. 2002, n° 1, comm. 8, Jacques-Henri ROBERT.

[1063] Art. 131-39, al. 1er, 2°, C. mon. fin.

[1064] Art. 131-39, al. 1er, 6°, C. mon. fin.

[1065] Art. 131-39, al. 2, C. mon. fin.

[1066] 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.

[1067] Texte original : « *Le sanzioni per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato sono: a) la sanzione pecuniaria; b) le sanzioni interdittive; c) la confisca; d) la pubblicazione della sentenza* » (art. 9, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001).

des personnes morales ou des groupements en vertu de l'article 187-*quinquies* du texte unique en matière d'intermédiation financière.
Par conséquent, la présentation sommaire de ces mesures permet d'établir une forte ressemblance entre les sanctions encourues par les personnes physiques et celles susceptibles d'être appliquées à l'égard des personnes morales. Il convient de les étudier une à une en commençant par la sanction phare qui réside dans la peine d'amende (1), pour évoquer ensuite les mesures d'interdiction (2) et la confiscation (3), pour finir par la publication des décisions prises par les différentes autorités (4).

1. La prévalence des sanctions pécuniaires à l'encontre des personnes morales et groupements français et italiens

657. La valeur symbolique de la sanction pécuniaire pour les personnes morales et groupements : L'amende, ou plus généralement la sanction pécuniaire, est à la personne morale, ce que la privation de liberté est aux personnes physiques. Il s'agit de la sanction principale, celle qui est prononcée quasiment de façon systématique dès lors qu'une infraction, qu'elle soit de nature pénale ou administrative, est imputée à une personne morale. Pourtant, certains auteurs décrient cette mesure car selon eux, ses conséquences impactent les capacités financières de l'intégralité de la société concernée, et sont susceptibles de rejaillir sur la situation des salariés, des actionnaires ou autres créanciers de la société. Il semblerait néanmoins qu'il faille relativiser ces critiques, en ce sens que lors du prononcé de sanctions pécuniaires, toute autorité est censée tenir compte de la situation patrimoniale de la personne morale concernée. La forte valeur de cette mesure explique qu'elle se retrouve tant pour les abus de marché dans leur versant pénal, que pour ceux susceptibles de donner lieu à des poursuites administratives.

658. Le maximum légal encouru par les personnes morales françaises en cas d'abus de marché : Selon l'article L. 465-3, alinéa 1er du Code monétaire et financier, les personnes morales encourent une peine d'amende, dont les modalités sont fixées à l'article 131-38 du Code pénal, lequel dispose que « *Le taux maximum de l'amende applicable aux personnes morales est égal au quintuple de celui prévu pour les personnes physiques par la loi qui réprime l'infraction* ». De ce fait, pour les initiés primaires qui utilisent de manière abusive une information privilégiée, ou qui recommande à un tiers

une opération sur la base de cette information, la peine d'amende encourue par les personnes physiques s'élevant à 1,5 millions d'euros, celle applicable aux personnes morales pourra atteindre 7,5 millions ou 50 fois le profit éventuellement réalisés[1068]. C'est également ces chiffres qui constituent le maximum légal pour les infractions de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulation de marché, qu'elles concernent les instruments financiers négociés sur les marchés réglementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation[1069], ou encore les indices de référence[1070]. En revanche pour la communication illicite d'informations privilégiées commises par les initiés primaires ou secondaires, où tous les délits d'abus d'information privilégiée imputée aux initiés tertiaires, l'amende susceptible d'être prononcé à l'encontre des personnes morales ne pourra dépasser 750 000 euros[1071].

Quant à la sanction pécuniaire susceptible d'être prononcée par l'Autorité des marchés financiers, son montant maximal est identique à celui encouru par les personnes physiques. Dès lors, il s'élève à 100 millions d'euros, ou au décuple des profits éventuellement réalisés, tant pour les sociétés qui exercent des activités de prestation de services d'investissement ou de conseil en investissements financiers[1072], que pour les entités qui n'ont aucun lien avec de telles activités[1073]. Toutefois, il sera précisé ultérieurement[1074], que le législateur envisage[1075] de permettre à l'autorité administrative de pouvoir calculer le montant de la sanction pécuniaire sur la base du chiffre d'affaires annuel total de la personne morale responsable de l'abus de marché[1076].

[1068] Art. L. 465-1, al. 1er, C. mon. fin.
Pour une critique du montant de la peine d'amende en cas de réalisation de profits suite à la commission des abus de marché, cf. *supra* § 609 pp. 305-306 des présents travaux.

[1069] L. 465-2, C. mon. fin.

[1070] L. 465-2-1, C. mon. fin.

[1071] L. 465-1, al. 2 et 3, C. mon. fin.

[1072] Art. L. 621-15, III, al. 1er, a), C. mon. fin.

[1073] Art. L. 621-15, III, al. 1er, c), C. mon. fin.

[1074] Cf. *infra* § 661, p. 358 des présents travaux.

[1075] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[1076] Art. 4, 2°, *a*) de la proposition n° 19 du 7 octobre 2015.

659. Les sanctions pécuniaires applicables aux personnes morales et autres groupements italiens en cas d'abus de marché : La sanction pécuniaire applicable aux personnes morales ou groupements italiens en raison du manquement administratif qui peut leur être imputé, suite à la commission d'une infraction pénale par une personne physique, est régie par l'article 10 du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001[1077]. En vertu de l'alinéa 1er de cette disposition, « *la sanction pécuniaire s'applique toujours* »[1078]. En vertu des deux alinéas suivants, cette dernière « *est appliquée par tranches d'un nombre compris entre cent et mille* »[1079] et le montant de chacune d'entre elles « *varie d'un minimum de 258 à un maximum 1549 euros* »[1080]. De façon plus spécifique, l'article 25-*sexies*, alinéa 1er du décret législatif du 8 juin 2001 prévoit qu'en matière d'abus d'informations privilégiées et de manipulations de marché, tels que définis aux articles 184 et 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, le juge doit prononcer une sanction comprenant 400 à 1000 tranches. Par conséquent, cette dernière ne pourra être ni inférieure à 103 200 euros, ni supérieure à 1 549 000 euros. Dès lors, la sanction encourue semble bien faible au regard des profits que les auteurs d'abus de marché peuvent retirer de ces infractions. Toutefois, l'alinéa 2 de l'article 25-*sexies* du même décret dispose que « *si, suite à la commission de l'un des délits mentionnés au premier alinéa, le produit ou le profit obtenu par le groupement est important, la sanction est augmentée jusqu'au décuple de ce produit ou de ce profit* »[1081]. Se pose la question de savoir ce qu'est un produit ou un profit important : *a priori*, il pourrait s'agir notamment d'une plus-value ou d'une perte évitée d'une valeur supérieure à la peine maximale encourue en cas d'abus de marché, c'est-à-dire au moins égale à 1 549 000 euros.

Quant à la sanction susceptible d'être prononcée par la Consob, suite à la mise en œuvre de poursuites administratives, elle atteint « *un montant équivalent à celui de la sanction*

[1077] 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.

[1078] Texte original : « *si applica sempre la sanzione pecuniaria* » (art. 10, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001).

[1079] 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).

[1080] 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).

[1081] Texte original : « *Se, in seguito alla commissione dei reati di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto* » (art. 25-*sexies*, al. 2, d.lgs. n° 231/2001 du 8 juin 2001).

administrative infligée pour les manquements du présent chapitre commis dans son intérêt ou à son profit »[1082]. À l'image de ce qui est prévu pour la sanction prononcée suite aux abus de marché de nature pénale, « *si, suite à la commission de l'un des délits mentionnés au premier alinéa, le produit ou le profit obtenu par le groupement est important, la sanction est augmentée jusqu'au triple de ce produit ou de ce profit* »[1083].

660. La détermination du montant de la sanction pécuniaire des personnes morales et groupements : *A priori*, il n'y a plus aucune disposition en matière pénale qui indique comment le montant des amendes doit être déterminé par les magistrats. En revanche, avant qu'il ne soit modifié la loi n° 2014-896 du 15 août 2014[1084], l'article 132-24 du Code pénal précisait dans son premier alinéa que « *Lorsque la juridiction prononce une peine d'amende, elle détermine son montant en tenant compte également des ressources et des charges de l'auteur de l'infraction* ». Ces dispositions rappellent les dispositions italiennes de l'article du 11 décret législatif italien, qui précise dans ses alinéas 1 et 2 que : « *Lors de la détermination de la peine le juge fixe le nombre des tranches en tenant compte de la gravité du fait, du degré de responsabilité du groupement, ainsi que des mesures mises en œuvre pour éliminer ou atténuer les conséquences de sa conduite et pour prévenir la commission de manquement ultérieur. Le montant de la tranche est fixé en fonction des conditions économiques et patrimoniales du groupement dans le but d'assurer l'efficacité de la sanction* »[1085]. Appliquée aux personnes morales, cela signifie que les magistrats doivent tenir compte des coûts liés au fonctionnement de la société et à la réalisation de son objet social. Il ne faut pas que le prononcé de l'amende entrave son activité ou soit susceptible d'entraîner des difficultés financières.

[1082] Texte original : « *pari all'importo della sanzione amministrativa irrogata per gli illeciti di cui al presente capo commessi nel suo interesse o a suo vantaggio* » (art. 187-*quinquies*, al. 1er, TUF).

[1083] Texte original : « *Se, in seguito alla commissione dei reati di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto* » (art. 187-*quinquies*, al. 2, TUF).

[1084] Loi n° 2014-896 du 15 août 2014 relative à l'individualisation des peines et renforçant l'efficacité des sanctions pénales**,** *J.O.R.F.* n° 0189 du 17 août 2014, p. 13647.

[1085] Texte original : « *1. Nella commisurazione della sanzione pecuniaria il giudice determina il numero delle quote tenendo conto della gravità del fatto, del grado della responsabilità dell'ente nonché dell'attività svolta per eliminare o attenuare le conseguenze del fatto e per prevenire la commissione di ulteriori illeciti.*
2. L'importo della quota è fissato sulla base delle condizioni economiche e patrimoniali dell'ente allo scopo di assicurare l'efficacia della sanzione » (art. 11, al. 1er et 2, d.lgs. n° 231/2001).

En ce qui concerne les sanctions pécuniaires prononcées par l'Autorité des marchés financiers et la Consob, les critères utilisés sont ceux qui permettent de déterminer le montant des sanctions à l'encontre des personnes physiques. L'article L. 621-15, III, alinéa 2 du Code monétaire et financier français explique que « *Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* ». Si une telle disposition permet de se référer aux circonstances de l'infraction, elle ne tient malheureusement pas compte des difficultés liées à la gestion de son activité par l'entreprise. De même, les articles 187-*bis* et 187-*ter* du texte unique en matière d'information financière prévoient que l'augmentation de la sanction au triple ou au décuple des profits réalisés par la Consob doit être décidée et mise en œuvre « *quand, du fait des qualités personnelles du coupable, du fait de l'importance du produit ou du profit résultant du manquement, ou encore du fait des effets produits sur le marché, [les sanctions administratives pécuniaires] apparaissent inadéquates même prononcées dans leur maximum* »[1086]. Ces critères spécifiques aux sanctions appliquées aux personnes physiques doivent-ils être transposés aux groupements et personnes morales auxquels un abus d'informations privilégiées ou une manipulation de marché est reproché ? Dans l'affirmative, il faudrait adapter la notion de « *qualités du coupable* » qui pourrait dès lors faire référence aux modèles d'organisation et de contrôle mis en place par les personnes morales dans le but de prévenir et de détecter les abus de marché qui leur sont imputés. À nouveau, il est possible de reprocher à cette disposition de ne tenir compte ni des dépenses liées à la gestion de son activité par le groupement ou la personne morale, ni du chiffre d'affaires éventuellement réalisé par ces derniers. Or l'article 30, paragraphe 2, *h*) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[1087] fait expressément référence à cet élément[1088].

[1086] Texte original : « *quando, per le qualità personali del colpevole, per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato [le sanzioni amministrative pecuniarie] appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo* » (art. 187-*bis*, al. 5 et 187-*ter*, al. 5, TUF).

[1087] 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.

[1088] Cf. *infra* § 354 pp. 661 des présents travaux.

661. Les circonstances permettant de diminuer les sanctions pécuniaires administrative et pénale des personnes morales et groupements italiens : L'article 12 du décret législatif italien n° 231 du 8 juin 2001 et l'article 187-*quinquies*, alinéa 4 du texte unique en matière d'intermédiation financière, par renvoi à cette disposition, prévoit une possibilité pour les juges pénaux et l'autorité administrative de diminuer la sanction pécuniaire prononcée à l'encontre des personnes morales ou des groupements italiens. La première disposition précise que « *la sanction pécuniaire est réduite de moitié si : a) l'auteur de l'infraction est commise principalement dans son propre intérêt ou dans l'intérêt des tiers et le groupement n'en a tiré aucun avantage seulement un avantage minime ; b) le dommage patrimonial causé est particulièrement ténu* »[1089]. Ce critère se rapproche de celui qui induit que pour les personnes physiques les juridictions tiennent compte du profit réalisé : dans le cadre d'un profit important, c'est-à-dire qui dépasse le maximum légal encouru l'amende est portée au décuple de ce profit ; alors, il n'est pas illogique qu'en l'absence de profit, la peine puisse être moindre.

Ensuite, la sanction encourue peut être diminuée d'un tiers si préalablement à l'ouverture des débats au fond de la première instance, « *a) le groupement a intégralement indemnisé le préjudice ou éliminé les conséquences dommageables ou dangereuses de l'infraction, ou si, si en tout état de cause il a agi en ce sens ; b) un modèle d'organisation de nature à prévenir les délits de la même nature de ce qui se sont vérifiés ont été adoptés et rendus opérationnels* »[1090]. De telles mesures sont plutôt originales, puisqu'elles tiennent compte du comportement du groupement ultérieurement à la commission de l'infraction. Or, l'établissement de sa responsabilité devrait être fondé sur la conduite au moment où l'abus de marché a été réalisé. Toutefois, elles incitent ce dernier à prendre des mesures destinées à empêcher que les infractions se reproduisent, ce qui participe de la fonction de prévention spéciale des peines.

Enfin, l'alinéa 3 de l'article 12 du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 précise que lorsque ces deux dernières conditions ont été satisfaites par le groupement ou la

---

[1089] Texte original : « *La sanzione pecuniaria è ridotta della metà* […]*: a) l'autore del reato ha commesso il fatto nel prevalente interesse proprio o di terzi e l'ente non ne ha ricavato vantaggio o ne ha ricavato un vantaggio minimo; b) il danno patrimoniale cagionato è di particolare tenuità* » (art. 12, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001).

[1090] Texte original : « *a) l'ente ha risarcito integralmente il danno e ha eliminato le conseguenze dannose o pericolose del reato ovvero si è comunque efficacemente adoperato in tal senso; b) è stato adottato e reso operativo un modello organizzativo idoneo a prevenire reati della specie di quello verificatosi* » (art. 12, al. 2, d.lgs. n° 231/2001).

personne morale, la réduction de la peine peut être mise en œuvre dans la limite de la moitié aux deux tiers du maximum légal encouru.

662. Les exigences en matière de sanction des personnes morales posées par l'Union européenne : Alors que la directive dite « abus de marché » n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 n'imposait pas aux États membres de prévoir une responsabilité pour les personnes morales pour le compte desquelles ou dans l'intérêt desquelles un abus de marché avait été commis, il a été expliqué que la directive et le règlement européens du 16 avril 2014[1091] ont institué une telle exigence. Si l'article 8 du premier texte pose le principe d'une telle responsabilité, il ne requiert pas pour autant que cette dernière soit de nature pénale ; l'article 9 confirme cette solution en disposant que doivent pouvoir être prononcées à l'encontre des personnes morales « *sanctions effectives, proportionnées et dissuasives, qui incluent des amendes pénales ou non pénales et éventuellement d'autres sanctions* ». Dès lors, il est suffisant que ces sujets de droit puissent être réprimés, peu importe s'ils le sont par la voie de sanctions administratives ou pénales. Par conséquent, la législation française comme la législation italienne qui prévoient toutes deux, à la fois une responsabilité dérivant de la commission d'une infraction pénale et une responsabilité administrative faisant suite à la réalisation des manquements administratifs relevant de la compétence de l'Autorité marchés financier et de la Consob, respectent sans aucune difficulté les dispositions européennes.

663. Le cas spécifique de la sanction administrative pécuniaire européenne : L'article 30, paragraphe 2 du règlement (UE) du 16 avril 2014[1092] prévoit une sanction pécuniaire pour les personnes morales, dont le maximum légal encouru doit atteindre, en cas de commission d'abus de marché, un montant d'au moins 15 millions d'euros ou

[1091] 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 12 juin 2014, pp. 179-189 et Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 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.

[1092] Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 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.

d'au moins 15 % du chiffre d'affaire annuel total[1093], ou encore un seuil minimal correspondant au triple de l'avantage retiré de l'infraction ou des pertes qu'elle a permis d'éviter si ces derniers peuvent être déterminés[1094]. En vertu de l'article 30, même paragraphe, alinéa 3, lorsque la société est « *une entreprise mère ou une filiale qui tenue d'établir des comptes consolidés en vertu de la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil, le chiffre d'affaire annuel total à prendre en considération est le chiffre d'affaire annuel total* » intégré aux comptes consolidés. L'article 30, paragraphe 3[1095] confirme que les indications fournies par le règlement européen ne sont que des seuils minimaux qui peuvent être dépassés par des prévisions plus sévères instituées par les États membres.

L'article 31, alinéa 1er du même règlement propose également des critères permettant d'adapter la sanction prononcée à l'encontre de la personne morale, ces derniers n'étant pas limitatifs[1096] ; il s'agit de : « *a) de la gravité et de la durée de la violation ; b) du degré de responsabilité de la personne responsable de la violation ; c) de l'assise financière de la personne responsable de la violation, telle qu'elle ressort, par exemple, du chiffre d'affaires total de la personne morale ou des revenus annuels de la personne physique ; d) de l'importance des gains obtenus ou des pertes évitées par la personne responsable de la violation, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ; e) du degré de coopération de la personne responsable de la violation avec l'autorité compétente, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution des gains obtenus ou des pertes évitées par cette personne ; f) des violations commises précédemment par la personne responsable de la violation ; et g) des mesures prises par la personne responsable de la violation pour éviter sa répétition* ». Il s'agit en réalité de critères traditionnels utilisés en matière pénale lors de l'individualisation mise en œuvre au moment du prononcé des peines, critères tenant à la personnalité de l'auteur, aux circonstances de l'infraction et à ses ressources.

[1093] Art. 30, par. 2, j), i) du règlement du 16 avr. 2014.

[1094] Art. 30, par. 2, h) de ce règlement.

[1095] L'article 30, paragraphe 3 dispose que « *Les États membres* […] *peuvent prévoir des niveaux plus élevés de sanctions que ceux établis par ledit paragraphe* ».

[1096] L'article 31, alinéa 1er du règlement du 16 avril 2014 vise « *les circonstances pertinentes, **y compris** celles qui le cas échéant* » sont énumérées dans la liste qu'elle établit (mis en gras par nous).

664. La suggestion de l'institution d'une sanction administrative pécuniaire spécifique aux personnes morales françaises par la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[1097] : Afin de remédier aux insuffisances de la législation française au regard des récentes évolutions européennes, l'article 4, 2°, *a*) de la proposition n° 19 du 7 octobre 2015 prévoit d'ajouter une sanction pécuniaire qui s'appliquerait particulièrement aux personnes morales et qui correspondrait à 15 % du chiffre d'affaires annuel total. Cette proposition est en parfaite conformité avec le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014[1098] qui prévoit une sanction pécuniaire à l'encontre des personnes morales, qui dans son maximum légal encouru doit pouvoir atteindre au moins 15 % du chiffre annuel total[1099]. Toutefois, ne seraient visés que les professionnels de l'article L. 621-9, paragraphe III, 1° à 8°, 11°, 12°, 15° à 17° du Code monétaire et financier, mais pas les personnes qui travaillent sous leur autorité ou qui agissent pour leur compte, ainsi que tous les individus qui ne possèdent aucune des deux qualités à peine mentionnées. Le chiffre d'affaires annuel total devrait s'entendre, selon cette proposition de loi de celui qui « *ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'organe de direction* ». Le texte ajoute que « *Lorsque la personne morale est une entreprise mère ou une filiale d'une entreprise mère qui est tenue d'établir des comptes consolidés en vertu de l'article L. 233-16 du code de commerce, le chiffre d'affaires annuel total à prendre en considération est le chiffre d'affaires annuel total ou le type de revenus correspondant en vertu des directives comptables pertinentes, tel qu'il ressort des derniers comptes annuels consolidés approuvés par l'organe de direction de l'entreprise mère ultime* ». Autrement dit, dès lors que la personne morale en cours fait partie intégrante d'un groupe de sociétés et doit de ce fait rédiger des comptes consolidés, le chiffre d'affaires annuel à prendre en compte est celui qui figure dans les comptes consolidés établis par la société mère. Des caractéristiques de cette disposition n'appellent les solutions retenues en matière de sanctions prononcées par l'Autorité la concurrence en cas de pratiques anticoncurrentielles : en premier lieu, le fait que la notion d'« entreprise » soit préférée à celle de « société » ; en second lieu, la prise en

[1097] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[1098] Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avr. 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.

[1099] Art. 30, paragraphe 2, j), i) du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014.

compte du chiffre d'affaires contenues dans les comptes consolidés lorsque l'entreprise constitue l'une des composantes d'un groupe d'entités juridiques autonomes[1100]. La sanction susceptible d'être prononcée en considération du chiffre d'affaires annuel total pourra s'avérer fortement dissuasive si elle est effective, en particulier parce qu'il est évident que ce chiffre d'affaires ne résulte pas nécessairement principalement des profits tirés des éventuels abus de marché qui peuvent être commis dans l'intérêt pour le compte de la personne morale concernée.

2. L'existence parallèle de sanctions d'interdiction pour les personnes morales et groupements français et italiens

665. La multiplicité des sanctions d'interdiction de nature pénale : En plus de l'amende, l'article L 465-3 du Code monétaire et financier prévoie la possibilité pour les juridictions pénales de prononcer les peines complémentaires de l'article 131-39 du Code pénal français. Parmi ces mesures, figure la dissolution qui ne peut être prononcée que « *lorsque la personne morale a été créée* […] *pour commettre les faits incriminés* »[1101] ou encore « *la fermeture définitive ou pour une durée de cinq ans plus des établissements ou de l'un ou de plusieurs des établissements de l'entreprise ayant servi à commettre les faits incriminés* »[1102], ces deux mesures servant à la réalisation de la fonction d'élimination de la peine. De plus, il est possible d'y trouver un certain nombre de sanctions d'interdiction comme l'interdiction, à titre définitif ou pour cinq ans au plus, d'exercer l'activité dans l'exercice ou à l'occasion de l'exercice de laquelle l'abus de marché a été commis[1103], ou encore dans les mêmes conditions, l'interdiction de « *procéder à une offre publique de titres financiers ou de faire admettre ces titres financiers aux négociations sur un marché réglementé* »[1104]. Enfin, certaines mesures peuvent être assimilées à des mesures de sûreté, en ce qu'elles permettent de prévenir la récidive des infractions commises : tel est le cas par exemple « *placement, pour une durée de cinq ans plus, sous surveillance judiciaire* »[1105].

[1100] La même possibilité est prévue pour l'Autorité de la concurrence qui sanctionne les pratiques anticoncurrentielles sur le fondement de l'article L. 464-2, paragraphe I, alinéa 4 du Code de commerce.
[1101] Art. 131-39, al. 1er, 1°, C. pén. fr.
[1102] Art. 131-39, al. 1er, 4°, C. pén. fr.
[1103] Art. 131-39, al. 1er, 2°, C. pén. fr. et art. L. 465-3, al. 2, C. mon. fin. combinés.
[1104] Art. 131-39, al. 1er, 6°, C. pén. fr.
[1105] Art. 131-39, al. 1er, 3°, C. pén. fr.

L'Italie a également mis en place des sanctions d'interdiction ; toutefois, leur objet n'est pas exactement le même que celui des mesures prévues par le droit pénal français. L'article 9, alinéa 2 du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 dispose que « *Les sanctions d'interdiction sont : a) l'interdiction d'exercer l'activité [à l'occasion de laquelle l'infraction a été commise] ; b) la suspension ou la révocation des autorisations, licences, ou concessions qui ont permis la commission du manquement ; c) l'interdiction de contracter avec l'administration publique, sauf dans le but d'obtenir des prestations de service public ; d) l'exclusion de l'attribution d'aides, de financements, de participation de subventions et l'éventuelle révocation de ceux qui ont déjà été attribués ; e) interdiction de faire de la publicité pour des biens ou services* »[1106]. Les deux premières mesures citées dans cette disposition, ainsi que la dernière d'entre elles sont susceptibles de se révéler extrêmement nocives, en particulier pour les émetteurs ou pour les personnes morales qui proposent des services conseils en investissement ou des prestations de services d'investissement.

666. Les sanctions administratives d'interdiction prononcées à l'encontre des seules personnes morales françaises : Le texte unique en matière d'intermédiation financière extérieure ne prévoit aucunement sanctions d'interdiction pour les personnes morales qui font l'objet de poursuites pour abus de marché devant la Consob. Au contraire, l'article L. 621-15, III, al. 1er, a) du Code monétaire et financier prévoit à l'encontre de toutes les personnes « *mentionnées aux 1° à 8°, 11°, 12°, 15° à 17° du II de l'article L. 621-9* », c'est-à-dire les prestataires de services d'investir ou autres professionnels des marchés, la faculté pour l'autorité française d'infliger un « *avertissement* », un « *blâme* », une « *interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis* » ou « *la radiation du registre* » des professionnels concernés. Là encore, les deux dernières sanctions sont susceptibles d'entraver concrètement l'activité des personnes morales auxquelles un abus d'informations privilégiées, une diffusion d'informations inexactes ou mensongères, ou une manipulation de marché peut être imputé.

[1106] Texte original : « *Le sanzioni interdittive sono: a) l'interdizione dall'esercizio dell'attività; b) la sospensione o la revoca delle autorizzazioni, licenze o concessioni funzionali alla commissione dell'illecito; c) il divieto di contrattare con la pubblica amministrazione, salvo che per ottenere le prestazioni di un pubblico servizio; d) l'esclusione da agevolazioni, finanziamenti, contributi o sussidi e l'eventuale revoca di quelli già concessi; e) il divieto di pubblicizzare beni o servizi* » (art. 9, al. 2, d.lgs. n° 231/2001).

667. Les prévisions européennes en matière de sanctions d'interdiction applicables aux personnes morales : L'article 9 de la directive n° 2014/57/UE impose lui aussi des mesures d'interdiction applicable aux personnes morales ; elle en propose quelques unes qui ne sont pas exhaustives comme l'indique la formulation de la disposition[1107]. Il s'agit de : « *a) l'exclusion du bénéfice d'un avantage ou d'une aide publics ; b) l'interdiction temporaire ou définitive d'exercer une activité commerciale ; c) un placement sous surveillance judiciaire ; d) une mesure judiciaire de dissolution ; e) la fermeture temporaire ou définitive des établissements ayant servi à commettre l'infraction* ». La confrontation de ces sanctions avec celles fixées par les législations française et italienne permet de caractériser la conformité de ces dernières aux exigences de l'Union européenne.

3. La confiscation appliquée aux personnes morales et groupements français et italiens

668. L'applicabilité de plein droit des sanctions française et italienne de confiscation pénale : En France ou en Italie, pour les abus de marché, la confiscation doit toujours être prononcée. Comme le précise l'article 131-39, alinéa 2 du Code pénal français, *« la peine complémentaire de confiscation est également encourue de plein droit pour les crimes et pour les délits punis d'une peine d'emprisonnement d'une durée supérieure à un an, à l'exception des délits de presse* »[1108]. De même, l'article 19, alinéa 1er du décret législatif n° 231 du 8 juin 2001 dispose que « *La confiscation est toujours mise en œuvre à l'encontre du groupement* »[1109]. L'objet des confiscations française et italienne est sensiblement le même[1110], puisque ces dernières peuvent porter sur le profit tiré de l'infraction, ou encore sur les biens « *ayant servi à commettre l'infraction ou qui étaient destinés à la commettre* ». Sur ce dernier, le champ d'application de la confiscation italienne est légèrement plus restreint que celui de la confiscation française, puisque la

[1107] L'article 9 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 prévoit aux côtés des amendes pénales ou non pénales « *d'autres sanctions,* ***telles que*** » celles qu'elle énumère juste après (mis en gras par nous).
[1108] C'est également ce que prévoit l'article 131-21, alinéa 1er du Code pénal français.
[1109] Texte original : « *Nei confronti dell'ente è sempre disposta, con la sentenza di condanna, la confisca* » (art. 19, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001).
[1110] Art. 131-21, al. 2 et 3, C. pén. et 19, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001.

première ne fait référence qu'au « *prix* » de l'infraction[1111], c'est-à-dire à tous les biens négociés ou obtenus par un tiers dans le but qu'il commette l'infraction. Évidemment, les biens des tiers doivent pouvoir échapper à la confiscation[1112], et lorsqu'il n'est pas possible de mettre en œuvre cette mesure selon les modalités précédemment évoquées, une confiscation par équivalent peut être prononcée ; dans ce cas, elle portera sur des biens ou des avantages de même valeur que le profit[1113].

669. La confiscation administrative prononcée à l'encontre des seuls personnes morales ou groupements italiens : L'article 187-sexies du texte unique en matière d'intermédiation financière, déjà applicables aux personnes physiques, dispose que « *l'application des sanctions administratives pécuniaires prévues par le présent chapitre entraîne toujours la confiscation du profit ou du produit tiré du manquement et détient utiliser pour le commettre* »[1114]. Là encore, la confiscation par équivalent est possible[1115] et les biens des tiers doivent être préservés. Se pose la question de l'opportunité de cette nouvelle forme de confiscation, dès lors que les abus d'informations privilégiées dans leurs versants pénaux et administratifs sont formulés en des termes identiques. Dès lors, si la mesure a déjà été prononcée par l'autorité judiciaire, l'autorité administrative ne sera plus en mesure de confisquer quoi que ce soit et inversement[1116].

4. La publication des sanctions communes aux législationes françaises et italiennes

670. La publication facultative de la décision de condamnation pénale des personnes morales et groupements français et italiens : L'article 131-21, alinéa 1er, 9° du Code pénal prévoit que la personne morale peut se voir infliger l'une des peines qu'elle énumère, parmi lesquelles figure « *l'affichage de la décision prononcée ou la diffusion de celle-ci soit par la presse écrite, soit par tout moyen de communication au*

[1111] Art. 19, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001.
[1112] Art. 131-21, al. 2 et 5, et art. 19, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001.
[1113] Art. 131-21, al. 9, C. pén. et art. 19, al. 2, d.lgs. n°231/2001.
[1114] Texte original : « *L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo* » (art. 187-*sexies*, al. 1er, TUF).
[1115] Art. 187-*sexies*, al. 2, TUF.
[1116] Art. 187-*sexies*, al. 3, TUF.

public par voie électronique ». Il s'agit également d'une simple possibilité pour les juges pénaux italiens, qui peuvent décider de publier la condamnation qu'ils prononcent, « *quand une sanction d'interdiction est appliquée à l'encontre du groupement* »[1117]. Elle est mise en œuvre selon les modalités de l'article 36 du Code pénal italien[1118], aux frais du groupement concerné[1119]. Autrement dit, la décision est diffusée « *sur le site internet du Ministère de la Justice* »[1120], pour une durée fixée par les magistrats eux-mêmes, dans la limite de trente jours, ou à défaut pour quinze jours[1121]. En principe, seul un extrait de la décision ne devrait être publié, sauf en cas de décision contraire du juge[1122].

Il est aisé de comprendre le choix des législateurs français et italiens qui font de la mesure de publication de la décision de condamnation pénale des groupements une sanction facultative. Il est vrai que les investisseurs, directement concernés par la protection que tendent à instituer les incriminations relatives aux abus de marché, doivent pouvoir être informés des conduites illicites des personnes morales susceptibles de leur être nuisibles. Cependant, il convient également de tenir compte des intérêts de ladite personne morale, et notamment de la possibilité pour elle de continuer à exercer une activité, dans le but de préserver la situation de ses salariés et de ses créanciers.

Paragraphe 3. Les divergences dans les régimes français et italien de répression de la tentative

671. Les fondements différents de la répression de la tentative en France et en Italie : Le régime de sanction italien de la tentative, qui prévoit une peine diminuée lorsque l'infraction n'est pas consommée, mais seulement tentée au sens de l'article 56 du Code pénal italien, fait prévaloir l'absence de survenance du résultat prévu par la loi sur l'intention délictuelle de l'auteur. Dès lors, comme la personne commet un délit mais ne parvient pas à atteindre son résultat du fait d'évènements indépendants de sa volonté, elle est punie moins sévèrement que l'auteur du délit consommé, alors que pourtant, dans les deux cas la volonté d'enfreindre la loi est caractérisée. Le régime

[1117] Art. 18, al. 1er, d.lgs. n° 231/2001.
[1118] Art. 18, al. 2, d.lgs. n° 231/2001.
[1119] Art. 18, al. 3, d.lgs. n° 231/2001.
[1120] Texte original : « *nel sito internet del Ministero della giustizia* » (art. 36, al. 2, C. pén. it.).
[1121] Art. 36, al. 2, C. pén. it.
[1122] Art. 36, al. 3, C. pén. it.

français de répression de la tentative, au contraire, conduit à l'application des mêmes limites légales pour les auteurs d'infractions consommées et ceux qui ont simplement tenté de les commettre. Il met l'accent sur l'intention criminelle du délinquant, sur le fait qu'il a souhaité enfreindre la loi en toute conscience. C'est pourquoi la peine encourue reste la même.

672. Les conséquences sur la peine enccourue : Pour commencer, l'article 121-4, 2° du Code pénal français dispose qu'« *Est auteur de l'infraction la personne qui :* […] *tente de commettre un crime ou, dans les cas prévus par la loi, un délit* ». Ainsi, l'auteur d'un abus de marché tenté, dont on a vu que l'existence peut s'avérer difficile à caractériser, encourt des peines identiques à celles prévues pour la personne qui a commis une infraction consommée. De façon similaire, quant au régime de sanction de la tentative du manquement administratif italien d'utilisation d'informations privilégiées, l'article 187-*bis*, alinéa 6 précise que « *Pour les manquements prévus par le présent article, la tentative est assimilée à la consommation* »[1123].

En revanche, pour les délits d'abus d'informations privilégiées de l'article 184 du texte unique en matière d'intermédiation financière, c'est l'article 56, alinéa 2 du Code pénal qui s'applique. Le texe explique comment la répression est mise en œuvre : la peine dépend du maximum légal encouru pour le délit tenté. Quand l'infraction est punie de la réclusion à perpétuité, l'auteur de la tentative encourt une peine de réclusion d'une durée comprise entre vingt-quatre et trente ans ; lorsqu'elle est punie de la perpétuité, l'auteur risque de voir prononcer à son encontre un emprisonnement qui ne peut être inférieur à douze ans ; enfin, dans les autres cas, la peine encourue est celle prévue pour le délit tenté diminuée d'un à deux tiers. D'autre part, pour la tentative des délits punis d'une peine d'amende ou de réclusion, sauf hypothèse de perpétuité, le juge diminue la peine d'un tiers ou de deux tiers. Cependant, le législateur n'explique pas quand doit s'appliquer l'une ou l'autre des hypothèses.

La tentative du délit d'abus d'information privilégiée entre dans le troisième régime de répression, puisque pour cette infraction, la peine encourue est la réclusion d'une durée d'une à six années. Par conséquent, la tentative de ce délit entraînera la répression suivante : une peine privative de liberté d'au minimum quatre à huit mois et d'au

[1123] Texte original : « *Per le fattispecie previste dal presente articolo, il tentativo è equiparato alla consumazione* » (art. 187-*bis*, al. 6, TUF).

maximum deux à quatre ans, et une amende minimale de 6667 ou 13334 euros et qui peut s'élever jusqu'à un ou deux millions d'euros. Les mêmes peines pourront être appliquées en cas de tentative de manipulation de marché, au sens de l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière.

Section 2. Les mesures indemnitaires prononcées à l'encontre des auteurs d'abus de marché

673. La singularité de la constitution de partie civile en matière boursière : Les abus de marché portent atteinte au fonctionnement régulier des marchés financiers en ce qui nuisent au processus naturel de formation des cours, et par la même à la confiance que les investisseurs peuvent porter au système financier. Toutefois, au-delà de ces valeurs collectives, des intérêts privés peuvent également être lésés : il suffit de penser aux investisseurs qui ont contracté sur la base d'informations erronées qui avaient contribué à augmenter le cours des titres qu'ils ont acquis, et qui subissent d'importantes pertes lorsque ce cours retrouve la valeur qui aurait dû être la sienne en l'absence de communication de ces informations. Il est vrai que l'évolution du prix des instruments financiers est incertaine ; toutefois, en cas d'abus de marché, les investisseurs subissent un préjudice réel qui peut résider dans la perte de chance de réaliser des opérations boursières éclairées. Dès lors, ces individus doivent pouvoir demander réparation pour le dommage qu'ils ont subi. Il devrait en être de même pour les sociétés dont les valeurs mobilières ont été la cible de manipulations de marché qui ont entraîné une altération ou moins sensible de ces dernières. Cependant, l'indemnisation des victimes boursières et l'élaboration d'un régime de réparation fondé sur des solutions qui commencent à se consolider sont assez récentes[1124].

[1124] V. en ce sens France DRUMMOND qui affirme que « La sanction civile doit avoir une place aux côtés des sanctions administrative et pénale des **abus de marché**. 'L'impératif répressif' a longtemps occulté et écrasé 'l'impératif indemnitaire' en matière d'infractions boursières. Les raisons tenaient au refus des class-actions et aux difficultés techniques de mise en œuvre de la responsabilité civile : identification de l'auteur du manquement et des victimes, caractérisation et évaluation individualisées du préjudice, preuve de la causalité… Les choses sont en train d'évoluer, sous l'influence des pratiques développées aux États-Unis », in « Actualité des abus de marché : propos conclusifs » (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 banc. et fin.* mars 2013, n° 2, dossier 22.

Il existe toutefois une singularité, en matière d'indemnisation d'infractions boursières, singularité qui réside dans le fait que les autorités de marché, que ce soit l'Autorité des marchés financiers ou la Consob puissent se constituer partie civile, sous certaines conditions, et demander réparation notamment pour les dommages causés à l'intégrité des marchés financiers.

674. Les organes compétents pour connaître de l'indemnisation des préjudices résultant d'infractions boursières : Ni l'Autorité des marchés financiers, ni la Consob dont la faculté d'accorder d'indemnisation aux victimes d'abus de marché. Pour la première, il existe une possibilité de transiger, et de recevoir la plainte d'individus qui se plaignent de préjudice subi du fait de l'action de professionnels des marchés, tels que les prestataires de services d'investissement ou conseiller en investissements financiers, mais relativement aux abus d'information privilégiée et aux manipulations de marché, l'autorité française ne dispose d'aucune compétence[1125]. Dès lors, en France comme en Italie, les actions en réparation sont donc portées soit devant le juge pénal lorsque l'action publique a été exercée, soit devant le juge civil. Malgré la lenteur des procédures pénales, le recours aux juridictions répressives à l'avantage de permettre à la victime de bénéficier les preuves apportées par le ministère public, qui par ailleurs aura souvent lui-même reçu les éléments réunis par les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob. Au contraire, devant les juridictions civiles, les victimes se retrouveront bien plus en difficulté car elles devront elles-mêmes caractériser les infractions boursières et leur préjudice, ce qui reste encore faisable, mais également le lien de causalité entre les deux, ce qui en revanche s'avère bien plus ardu pour des personnes qui n'ont souvent pas la moindre compétence en matière d'analyse financière. Il convient donc d'étudier les conditions de recevabilité des constitutions de partie civile spécifique aux autorités de marché (Paragraphe 2) après avoir analysé celles qui concernent les victimes d'infractions boursières (Paragraphe 1).

[1125] V. sur ce point 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.

Paragraphe 1. La reconnaissance classique de la recevabilité de la constitution de partie civile des victimes d'infractions boursières

675. Les multiples incertitudes quant à la mise en œuvre de la réparation des préjudices des victimes d'infractions boursières : La réparation du préjudice d'infractions boursières ne fait l'objet d'aucune disposition particulière. Ce sont la jurisprudence française et italienne qui, au fil des espèces, ont créé de toutes pièces le régime d'indemnisation des victimes d'abus de marché. Les positions retenues par les magistrats des deux pays ne sont pas toujours identiques et l'Union européenne n'est pas réellement intervenue pour régler ces questions, ou du moins pour proposer des lignes directrices qui pourraient tendre à l'harmonisation des régimes d'indemnisation des infractions boursières. Par ailleurs, ces régimes n'ont pas connu une construction linéaire, mais au contraire les solutions retenues ont souvent évoluées notamment en ce qui concerne l'admissibilité des constitutions de partie civile, mais aussi relativement à la nature des préjudices indemnisables et aux modalités de calcul du montant de l'indemnisation.

676. Les distinctions découlant de la qualité de la victime de l'abus de marché : L'article 2 du Code de procédure pénale dispose que « *L'action civile en réparation du dommage causé par un crime, un délit ou une contravention appartient à tous ceux qui ont personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction* ». De même, l'article 74 de son homologue italien prévoit que « *L'action civile en vue des restitutions et de la réparation du dommage dont il est fait mention à l'article 185 du code pénal*[1126] *peut être exercée au cours du procès pénal par le sujet auquel l'infraction pénale a causé un dommage, ou par ses successeurs universels, à l'encontre du prévenu ou de l'accusé et du responsable civil* »[1127]. Ainsi, quelle que soit la qualité de la victime, cette dernière doit

[1126] En effet, l'article 185 du Code pénal italien dispose que « *Toute infraction oblige aux restitutions selon les règles des dispositions civiles. Toute infraction, qui a causé un dommage patrimonial ou non patrimonial, oblige le coupable et les personnes qui, selon les règles des dispositions civiles, doivent répondre de son fait, à réparer* [ce dommage] » ; Texte original : « *Ogni reato obbliga alle restituzioni a norma delle leggi civili. Ogni reato, che abbia cagionato un danno patrimoniale o non patrimoniale, obbliga al risarcimento il colpevole e le persone che, a norma delle leggi civili, debbono rispondere per il fatto di lui* ».

[1127] Texte original : « *L'azione civile per le restituzioni e per il risarcimento del danno di cui all'articolo 185 del codice penale può essere esercitata nel processo penale dal soggetto al quale il reato ha recato danno ovvero dai suoi successori universali, nei confronti dell'imputato e del responsabile civile* », (art. 74, C. proc. pén. it.).

démontrer qu'elle a subi un préjudice qui découle de la mise en œuvre des abus de marché. Ce dernier doit être personnel, c'est-à-dire léser les intérêts propres de la victime, et découler directement des infractions boursières. Néanmoins, le régime d'indemnisation des personnes ayant subi un dommage du fait de la commission d'abus de marché, peut différer en fonction de la qualité de la victime. Il convient dès lors d'étudier la situation de la société émettrice (A), le régime propre aux actionnaires (B) et aux associations de défenses des intérêts des investisseurs (C), pour finir par l'indemnisation des personnes qui ne possèdent aucune qualité particulière (D).

A- L'indemnisation des sociétés émettrices

677. L'admission de la constitution de partie civile de la société émettrice en cas d'abus d'informations privilégiées : Il existe plusieurs hypothèses dans lesquelles les sociétés émettrices peuvent demander réparation du préjudice qu'elles ont personnellement subi. Néanmoins, le dommage réparable varie en fonction de la nature de l'abus de marché commis. En cas d'utilisation ou de communications illicites d'informations privilégiées par l'un de ses dirigeants, la société voit la confiance qu'elle plaçait en ces derniers remise en cause[1128], puisqu'ils exploitent dans un but personnel les renseignements obtenus dans le cadre de leurs fonctions et qui normalement sont destinés à la seule mise en œuvre de la politique de gestion de l'entreprise. Dès lors, les magistrats français retiennent qu'elle pourra demander la réparation du préjudice qui résulte de l'atteinte au devoir de loyauté en cas d'opérations d'initiés ou lorsque le dirigeant recommande un tiers d'effectuer une transaction boursière sur la base de l'information privilégiée, ou au devoir de secret[1129] en cas de communication illicite d'une telle information. Les juridictions italiennes admettent elles aussi la constitution de partie civile des sociétés émettrices en cas d'abus d'informations privilégiées, mais selon elles, le préjudice réparable réside dans l'atteinte que les dirigeants ont portée à sa

[1128] Francesco TOSCHI VESPASIANI, Il danno all'integrità del mercato: vanno risarciti alla Consob i danni patrimoniali e non patrimoniali causato dal reato di aggiotaggio, a proprosito della sentenza Trib. Milano, sez. I, 21 dic. 2006 (http://www.personaedanno.it), *Resp. civ.* agosto-sett. 2007, n° 8-9, p. 726-730, spéc. p. 728.

[1129] 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. 97.

réputation et à son image[1130]. Il s'agit là de solutions très différentes qui toutefois sont toutes deux pertinentes. La solution française fait référence au lien qui unit l'émetteur à l'initié qui appartient à ce dernier, et donc aux conséquences de l'infraction sur les rapports internes de la société. Au contraire, la position des juges italiens concerne davantage la situation de l'émetteur dans ses rapports avec les tiers, et notamment, avec les investisseurs potentiels et autres les opérateurs intervenant sur les marchés.

678. Les différentes actions civiles admises en cas de manipulation de marché ayant impacté les instruments financiers de la société émettrice : Dans les hypothèses de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, la jurisprudence française distingue les hypothèses pour lesquels le communiqué inexact ou mensonger est le fruit de l'un des dirigeants de la société, et les situations où ce sont des tiers à la société qui ont publié des données erronées dans le but de dénigrer l'entreprise cible[1131]. Dans les deux cas, c'est la société elle-même qui peut agir en réparation de son préjudice, par le biais de ses représentants ou de ses mandataires sociaux.

Dans le premier cas, même si l'action des dirigeants a pour but de présenter sous un angle favorable la situation notamment économique et financière de la société, elle est susceptible de porter atteinte à la réputation et au crédit de cette dernière : les investisseurs qui auront acquis les titres objet des fausses informations risquent de subir une dépréciation de la valeur de leurs titres et, par conséquent, se sentir floués par l'émetteur, au travers de ses dirigeants qui ne se sont pas montrés sincères à leur égard. Dès lors, les investisseurs peuvent considérer que la société ne se montre pas loyale envers ses investisseurs, ou alors qu'elle n'est pas en mesure d'instituer les contrôles qui permettent d'assurer une information financière de qualité. Il en est de même lorsque des manipulations de cours sont mises en œuvre par des dirigeants des collaborateurs de l'émetteur. C'est en cela, que la société émettrice peut se trouver atteinte dans sa réputation ou dans son crédit et demander réparation de son propre préjudice. Toutefois, une faute de la société, susceptible de diminuer l'indemnisation qu'il sera accordé, pourra être retenue dès lors que les mesures destinées à prévenir les abus de marché ont été considérées comme insuffisantes, ou encore lorsqu'un défaut de

[1130] Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 661.

[1131] Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 476.

surveillance des préposés a permis ou contribué à la réalisation de l'abus de marché[1132]. La demande de réparation peut émaner, comme cela a déjà été précisé, des représentants de la société, mais également de ses actionnaires : pour que la requête soit recevable, ces derniers doivent démontrer une faute du dirigeant, caractériser le préjudice de la société, et établir l'existence d'un lien de causalité entre ces deux éléments. Dans ce cas, les dommages-intérêts accordés seront attribués à la société elle-même.

Dans la seconde hypothèse, c'est-à-dire dans les situations dans lesquelles la société est dénigrée par l'auteur du communiqué faux ou trompeur, plusieurs types de préjudices peuvent être constatés. Il est possible de retrouver un dommage lié à l'atteinte à l'image de la société qui a pu être décriée dans le communiqué[1133]. Par ailleurs, un préjudice patrimonial peut également être caractérisé : il résulte de la dépréciation de la valeur des titres engendrés par la divulgation des renseignements inexacts ou mensongers[1134]. L'évaluation de ce préjudice patrimonial est source de nombreuses difficultés puisqu'il implique de déterminer la valeur qu'auraient eue les instruments financiers si le comportement de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de manipulation de marché n'avait pas été mis en œuvre[1135].

B- Le régime spécifique des actionnaires

679. Les obstacles susceptibles d'entraver la constitution de partie civile des actionnaires : Les victimes qui possèdent la qualité d'actionnaires de la société directement impactée par les abus de marché, qu'il s'agisse des abus d'informations privilégiées ou des manipulations de marché, n'obtiennent pas toujours facilement réparation de leur préjudice[1136]. La difficulté réside dans la preuve qu'ils doivent

---

1132 Thomas COUSTET, « '*Affaire Kerviel*' : revirement sur le droit à indemnisation de la Société générale », *D. act.* 20 mars 2014, note sous Cass. crim. 19 mars 2014, n° 12-87416 ; LUCILE PRIOU-ALIBERT, « Arrêt *Kerviel* : un revirement qui interroge », *D. act.* 27 mars 2014.

1133 Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 476.

1134 *Ibid*.

1135 Cf. le §§ 676-677, pp 367-670 des présents travaux sur la réparation du préjudice patrimonial des actionnaires pour de plus amples développements.

1136 Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 777.

rapporter de ce qu'ils ont subi un préjudice direct personnel, c'est-à-dire distinct de celui de la société dont ils détiennent les parts de capital.

La constitution de partie civile est admise dans le cadre du délit d'initié, puisque la jurisprudence considère qu'« **à le supposer établi le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires** »[1137]. Dans cette hypothèse, le préjudice indemnisable prend la forme de la perte de chance de l'actionnaire d'avoir pu investir dans une autre société. Toutefois, si la reconnaissance d'un tel dommage est souvent admise, sa caractérisation est rare et de ce fait, les actionnaires n'obtiennent pas souvent réparation.

La constitution de partie civile est également possible en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de manipulation de cours. Selon la jurisprudence française, le préjudice qui découle de ces infractions ne réside pas dans la dépréciation des titres, laquelle correspond au préjudice subi par la société elle-même, mais dans la perte de chance[1138]. Cette perte de chance peut présenter deux aspects : soit, il est considéré que l'actionnaire correctement informé aurait pu choisir d'investir dans une autre société[1139], soit les magistrats estiment qu'il aurait pu céder ses titres un meilleur prix.

680. Les difficultés liées à la détermination du montant de l'indemnisation accordée : Du fait des nombreux facteurs susceptibles d'influer sur le l'évolution du cours des instruments financiers, il est ardu pour les magistrats de déterminer le montant de la réparation susceptible d'être accordée[1140]. Deux solutions peuvent être retenues : soit l'indemnisation réside dans un montant forfaitaire, soit il convient de calculer l'écart entre la valeur de l'instrument financier qui résulte de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de la manipulation de cours, et celle qui aurait dû exister en l'absence de telles actions. Immédiatement, la seconde solution montre ses limites : dans la première partie, il a été mis en avant que l'efficience informationnelle ne se vérifie pas toujours, et que par ailleurs, l'irrationalité de certains investisseurs peut contribuer à accentuer un phénomène d'augmentation ou de diminution des cours, ou encore de volatilité. Dès lors, si les magistrats optent pour cette solution, le recours à un

---

[1137] Cass. crim., 11 déc. 2002, n° 01-85176, *Bull. crim.* 2002, n° 224, p. 825.

[1138] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 756.

[1139] Jean-Christophe VIDAL, Pierre MUDET, *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011, p. 30.

[1140] Marie-Christine SORDINO, *Droit pénal des affaires*, éd. Bréal, Coll. « Lexifac droit », 2010, p. 154.

expert, qui étudie les mouvements de capitaux sur les marchés financiers et pourrait de ce fait faciliter l'établissement de ces données se révèle d'un grand intérêt, voire nécessaire.

681. Les divergences dans les solutions retenues par les magistrats français et italiens : Les magistrats italiens, et certains juges français ont souvent accordé une indemnisation fondée sur l'écart entre la valeur des instruments financiers constatées suite à la commission de l'infraction boursière et celle résultant de la diffusion du communiqué rectificatif, ou encore sur la différence entre la valeur initiale de l'instrument financier et celle résultant de la diffusion du communiqué contenant les informations fausses ou trompeuses[1141]. Cette réparation, considérée comme intégrale, résulte de la nature patrimoniale du préjudice subi. En revanche, lorsque c'est la perte de chance qui est retenue, l'indemnisation intégrale cède au profit de l'indemnisation forfaitaire[1142], par laquelle le juge accorde une réparation d'un montant résultant d'une valeur par action fixée de façon discrétionnaire par le magistrat lui-même.
D'autres modalités, plus difficiles à mettre en œuvre, ont pu être retenues par la jurisprudence française. Dans ce cas, l'indemnisation dépend de l'intensité l'atteinte au droit à l'information des actionnaires, à laquelle elle est proportionnelle. Ainsi, ceux qui auront acquis leurs titres en plein cœur de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de la manipulation de marché, c'est-à-dire juste après la réalisation de ces infractions, une indemnisation intégrale a pu être accordée. Au contraire pour les actionnaires qui ont acquis leurs instruments financiers plus tard quand les informations fausses ou trompeuses n'étaient pas encore affirmées avec certitude ou lorsqu'elles étaient peu répandues, l'indemnisation n'a été que partielle.

C- La situation personnelle des associations de défense des intérêts des actionnaires et des investisseurs

682. Les exigences spécifiques appliquées aux associations de protection d'actionnaires et d'investisseurs : Quelle que soit l'infraction commise, les

[1141] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 756.
[1142] Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *op. cit.*, p. 756.

associations de défense des intérêts des actionnaires et des investisseurs françaises et italienne sont admises à se constituer partie civile, pour demander la réparation de l'atteinte aux intérêts qu'elles protègent[1143]. Cette action est exercée sur le fondement des articles 2-9 du Code de procédure pénale français et 91 Code de procédure pénale italien. Pour que leur action soit recevable, convient que les associations soient régulièrement déclarées depuis cinq ans pour ce qui concerne les organes français[1144].

683. Les préjudices susceptibles d'indemnisation en cas d'action de défense des intérêts des investisseurs et actionnaires : La jurisprudence française a pu retenir deux types de dommages pouvant engendrer une réparation en cas d'action de ces associations. Le premier préjudice réparable, reconnu tant par les magistrats français que par les magistrats italiens, est celui qui résulte de l'atteinte à l'intérêt collectif des membres, c'est-à-dire la lésion de l'objet-même de l'association : ledit intérêt ne correspond donc pas à la somme des intérêts individuels des membres de l'association. Cependant, la jurisprudence française a pu admettre dans une affaire relative à une manipulation de cours la réparation d'un second préjudice : elle a accordé une indemnisation personnelle pour chaque investisseur pour leur préjudice propre. Dès lors, il est possible de considérer dans cette hypothèse, que l'action de l'association avait pour principal finalité le traitement global et simultané de l'ensemble des actions civiles.

D- L'indemnisation des autres victimes d'infractions boursières

684. Les conditions traditionnelles de la constitution de partie civile des autres victimes d'infractions boursières : Ces personnes, qui ne possèdent aucune qualité particulière doivent, comme toutes les autres catégories, démontrer un préjudice personnel et direct. Autrement dit, ce sont les conditions traditionnelles de la responsabilit civile qu'elles doivent caractériser : un fait générateur qui résidera dans l'infraction boursière, un préjudice et un lien de causalité entre ces deux éléments[1145], ce dernier étant la composante la plus difficile à prouver. Cependant cela n'est pas suffisant ; ils doivent aussi établir que la divulgation des informations fausses ou

[1143] Maurice-Christian BERGERET, Philippe DUPRAT, *Les infractions boursières*, éd. Presses universitaires de France, Coll. « Que sais-je ? », 1996, pp. 16-17.
[1144] Art. 2-9, C. proc. pén.
[1145] Trib. Milano, sez. pen. I, n. 10465/04 RG n.r.

trompeuses a été déterminante de leur décision d'acquérir ou de conserver leurs titres[1146], ou que l'altération des cours produites par les manipulations les a incités à procéder eux-mêmes à une opération sur le marché[1147]. Selon les magistrats italiens, le préjudice subi possède une nature patrimoniale[1148].

685. La divergence de natures des préjudices indemnisables pour les investisseurs français et italiens : Les solutions retenues par les juridictions françaises et italiennes diffèrent considérablement en la matière. En France, bien que la jurisprudence et opté un temps pour l'indemnisation des dommages patrimoniaux, elle préfère à présent se fonder sur la perte de chance d'avoir pu réaliser de meilleurs arbitrages[1149]. Dans le cadre des utilisations illicites d'informations privilégiées, lorsque la justification retenue résidait dans la dépréciation de la valeur des titres, l'indemnisation pouvait atteindre un montant calculé sur la base de l'écart entre la valeur initiale de l'instrument financier et celle qui résultait de la révélation au public d'une information privilégiée. De même, en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de manipulation de cours, le préjudice patrimonial des investisseurs qui avaient acquis leurs titres justes après la survenance de l'infraction était évalué sur la base de la différence entre le cours normal du titre et celle constatée après la diffusion de l'information fausse ou trompeuse, ou sur la base de la différence entre le prix d'achat des titres et son prix après le communiqué rectificatif. Depuis que les juges préfèrent retenir une perte de chance, la réparation accordée réside dans une indemnisation forfaitaire attribuée tant aux personnes qui ont choisi de conserver leurs titres après l'infraction, que pour celles qui ont opéré sur le marché suite à la diffusion de

---

1146 Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82263, *Bull. crim.* 1993, n° 113, p. 280.
Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 3° éd., 2010, p. 754 ; Marie-Paule LUCAS DE LEYSSAC, Alexis MIHMAN, *Droit pénal des affaires*, Economica, 2009, p. 483.

1147 Trib. Milano, sez. pen. I, n. 10465/04 RG n.r.

1148 Daniela GOLDONI, « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, p. 277.

1149 TGI Paris, 21 janvier 2011, Vivendi ; *Bull. Joly sociétés* mars 2011, n° 3, p. 210, note Jean-François BARBIERI ; *Bull. Joly Bourse* avril 2011, p. 236, note Jérôme LASSERRE-CAPDEVILLE ; *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, p. 571, obs. Frédéric STASIAK.

l'information fausse ou trompeuse ou à la manipulation de cours[1150]. Or, une telle solution nous paraît criticable[1151] : la dépréciation d'un titre, acheté sur la base d'une telle information, suite à la diffusion d'un communiqué rectificatif engendre bien une perte patrimoniale caractérisée, qui pourrait résider dans la différence entre la valeur à laquelle les titres ont été acquis et celle, plus basse, résultant de la diffusion du communiqué rectificatif. Il est possible toutefois de noter un cas particulier : les salariés d'une société dont les titres ont été dépréciés, qui possédaient eux-mêmes des titres de cette dernière, ont pu recevoir une indemnisation pour leur préjudice direct et personnel, c'est-à-dire distinct de celui de la société qui les emploie, dès lors qu'ils avaient conservé leur valeur du fait de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. À nouveau, l'indemnisation la réparation a été accordée sur le fondement de la perte de chance d'avoir pu investir ailleurs.

En Italie, certains auteurs nient la possibilité pour les investisseurs de demander réparation du préjudice qui découle d'un délit d'initié, lequel serait impossible à caractériser[1152]. Au contraire, pour d'autres, il conviendrait de reconnaître l'existence d'un préjudice patrimonial[1153]. Dans ce cas, l'indemnisation accordée résulterait dans ce cas de l'écart entre le prix auquel les titres financiers ont été acquis, et celle qui aurait été constatée si l'information privilégiée avait été accessible à l'ensemble des investisseurs. En matière de manipulations de marché, la jurisprudence considère également que le dommage subi par les victimes réside dans une perte patrimoniale. Pour calculer le montant de la réparation, les magistrats italiens font référence à l'écart entre la valeur initiale des instruments financiers, et celle qui a résulté de la manœuvre frauduleuse ou de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

[1150] TGI Paris, 21 janvier 2011, Vivendi ; *Bull. Joly sociétés* mars 2011, n° 3, p. 210, note Jean-François BARBIERI ; *Bull. Joly Bourse* avril 2011, p. 236, note Jérôme LASSERRE-CAPDEVILLE ; *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, p. 571, obs. Frédéric STASIAK.

[1151] V. dans le même sens Frédéric STASIAK, « Affaire Vivendi Universal : condamnation des dirigeants pour infractions boursières » (TGI Paris, 21 janvier 2011, *Vivendi*), *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, p. 571-577.

[1152] Cesare PEDRAZZI, Alberto ALESSANDRI, Luigi FOFFANI, Sergio SEMINARA, Giuseppe SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000, p. 661 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008, pp. 30-31 ; Giovanni Maria FLICK, « Insider trading : problemi sostanziali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, p. 87.

[1153] 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. 97.

L'indemnisation de l'ensemble de ces catégories de sujets de droit démontre que les abus de marché peuvent léser des intérêts propres à chacun d'entre eux. Toutefois les autorités européennes, françaises et italiennes considèrent que les abus de marché nuisent également à l'intégrité des marchés financiers. C'est pourquoi la constitution de partie civile de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob est admise sous certaines conditions.

Paragraphe 2. L'originalité de la recevabilité de la constitution de partie civile spécifique de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob

686. Les conditions identiques de recevabilité des constitutions de partie civile de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob : L'article 187-*undecies*, alinéa 1er, du texte unique en matière d'intermédiation financière prévoit expressément la possibilité pour la Consob de se constituer partie civile et d'exercer « *les droits et facultés attribués par le code de procédure pénale aux organismes et associations de représentation des intérêts atteints par l'infraction* »[1154]. La même possibilité est prévue pour l'Autorité des marchés financiers à l'article L. 621-16-1 du Code monétaire et financier qui dispose que « *Lorsque des poursuites sont engagées en application des articles L. 465-1, L. 465-2 et L. 465-2-1 l'Autorité des marchés financiers peut exercer les droits de la partie civile* ». Elle est subordonnée à l'absence de l'exercice de son pouvoir de sanction pour les faits dont découle le dommage dont il est demandé réparation[1155]. Du fait de la décision du Conseil constitutionnel français du 18 mars 2015[1156], cette faculté disparaîtra pour les délits d'abus d'informations privilégiées, que pour le moment elle est maintenue pour les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours. Malheureusement, la proposition de loi n° 19 du 7 octobre

[1154] Texte original : « *i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato* » (art. 187-*undecies*, al. 1er, TUF).

[1155] Art. L. 621-16-1, al. 2, C. mon. fin.

[1156] 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.

2015[1157] n'a en aucun cas prévu de remédier à ces disparités : il conviendrait dès lors que cette dernière précise si la faculté attribuée à l'autorité française est supprimée pour l'ensemble des abus de marché, ou si elle sera à nouveau autorisée pour les utilisations ou communications illicites d'informations privilégiées. Dans le cas contraire, si le texte suggéré est adopté en l'état, il existera une nouvelle disparité de traitement des abus d'informations privilégiées et des autres abus de marché.

687. L'indemnisation commune de l'atteinte aux intérêts généraux protégés par l'Autorité des marchés financiers et la Consob : Les deux autorités représentent l'intérêt collectif des investisseurs qui recourent aux instruments financiers comme mode d'épargne. C'est l'atteinte à cet intérêt public qui justifie la constitution de partie civile des autorités de surveillance des marchés[1158]. Une telle solution est en accord avec les valeurs sociales protégées par les abus de marché qui résident dans l'intégrité des marchés financiers[1159] et l'ordre public économique[1160]. Elle a d'ailleurs été légalisée par le législateur italien à l'article 187-*undecies*, alinéa 2 du texte unique en matière d'intermédiation financières, lequel dispose que « *La Consob peut* […], *à titre de réparation des dommages causés par l'infraction à l'intégrité du marché, une somme déterminée par le juge, y compris par équivalence, en tout état de cause en tenant compte de la gravité des faits, des qualités personnelles de l'auteur et de la valeur du produit ou du*

[1157] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[1158] Daniela GOLDONI, « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, spéc. p. 277.

[1159] Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 436.

Cass. pen. sez. I, 17 dic. 2013 (dep. 4 maggio 2015), n. 19915, *Grande Stevens ed altri*, § 1.14 ; Cass. sez. V, 20 enn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588, *Banca P. spa e altri* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.*, ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", p. 979-989, spec. 980.

[1160] Rappelons que la Cour de Justice de l'Union européenne estime que l'intégrité des marchés financiers et la protection des investisseurs sont les finalités poursuivies par la lutte contre les abus de marché : C.J.U.E., 2nde ch., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*, spéc. § 21 ; *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359, obs. Frédéric STASIAK ; *Banque et droit* mars-avr. 2015, n° 160, p. 41, chron. Frida MEKOUI.

Sergio GILOTTA, « Manipolazione del mercato : considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. c. Consob* (pp. 1291-1304), spéc. p. 1320.

profit tiré de l'infraction »[1161]. Dans ce cadre, la réparation du préjudice résidera dans une indemnisation forfaitaire correspondant à un montant par équivalent du dommage causé à l'intégrité des marchés financiers[1162].

688. La notion d'« intégrité du marché » : Les préjudices réparables résident dans les atteintes à l'intégrité des marchés, mais la question se pose de savoir ce que recouvre cette notion. En vertu du considérant 2 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, « *Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché* […] *Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés* ». Dès lors, un marché financier dont l'intégrité a été menacée ou altérée serait en premier lieu une plateforme impactée par un abus de marché, qu'il s'agisse d'abus d'informations privilégiées ou de manipulations de marché. Or, la première de ces deux catégories d'infractions protège l'équité des investisseurs dans l'accès à l'information financière, et la seconde d'entre elles tend à préserver la formation correcte des cours des instruments financiers, par le jeu naturel de l'offre et de la demande, et le consentement libré et éclairé des investisseurs qui opèrent sur les différents marchés. De ce fait, un marché intègre serait celui pour lequel d'une part, l'information financière est accessible à tous, au plus vite et simultanément, et formulée de façon précise, exhaustive et sincère[1163] et d'autre part, les transactions réalisées représentent l'activité réelle du marché. Sergio GILOTTA considère que « un mercato ''integro'' è un mercato che ha la potenzialità di muovere verso i maggiori livelli di efficienza (e che nei fatti spesso risulta anche efficiente, essendo questo uno ''stato'' verso il quale muove naturalmente, in assenza di ostacoli); un mercato ''non integro'' è un mercato in cui ciò non potrà verificarsi »[1164].

[1161] Texte original : « *La Consob può […], a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato* » (art. 187-*undecies*, al. 2, TUF).

[1162] Daniela GOLDONI, « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, spéc. p. 300.

[1163] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 247.

[1164] Texte mercato : « ***un mercato ''integro'' è un mercato che ha la potenzialità di muovere verso i maggiori livelli di efficienza (e che nei fatti spesso risulta anche efficiente, essendo questo uno ''stato'' verso il quale muove naturalmente, in assenza di ostacoli); un mercato ''non integro'' è un mercato in cui ciò non potrà verificarsi*** », *in* Sergio GILOTTA, « Manipolazione del mercato : considerazioni su

689. L'indemnisation des frais engagés dans la procédure de constitution de partie civile : En Italie, il est admis que la Consob puisse demander le remboursement de l'ensemble des deux procédures qu'elle a engagées, ainsi qu'une indemnisation pour les dépenses mises en œuvre du fait du recours à un conseil juridique. La solution est largement admise tant par la jurisprudence que par la doctrine.

690. L'indemnisation originale fondée sur l'atteinte à l'image et à la réputation de la Consob : Dès lors qu'il a été expliqué que les autorités administratives de surveillance des marchés ne peuvent invoquer l'existence d'un préjudice patrimonial propre, reste à déterminer la nature du préjudice dont ces dernières peuvent demander réparation. Il s'agirait d'un préjudice non patrimonial qui réside dans l'atteinte à leur image ou à leur prestige. C'est en ce sens que se positionnent la doctrine[1165] et la jurisprudence italienne[1166] qui estime que la Consob a été décrédibilisée du fait de la survenance de l'abus de marché qui a révélé son impuissance à préserver l'intégrité des marchés financiers et la protection des investisseurs épargnants. L'indemnisation d'un tel préjudice, si elle est appréciable pour la Consob, ne paraît pas réellement justifiée : il est évident que l'autorité de surveillance des marchés n'est pas infaillible et qu'elle peut, par conséquent, passer à côté de la détection de certaines infractions boursières sur le point de se commettre.

D'ailleurs, la jurisprudence va même plus loin en admettant que des investisseurs puissent demander la réparation de leur préjudice en actionnant la responsabilité personnelle de la Consob et en démontrant l'existence de carences dans l'exercice de leur mission de contrôle et dans les enquêtes menées par l'autorité, lesquelles carences ont permis la survenance des abus de marché à l'origine du dommage causé aux investisseurs. Une telle solution est pour le moins surprenante : transposer à une

---

dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. c. Consob* (pp. 1291-1304), spéc. p. 1321.

[1165] Massimiliano DOVA, « 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, pp. 262-263.

[1166] V. pour exemple, G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005 ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, pp. 275-300, con nota Beatrice MAGRO ; Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giugno 2006), n. 3406 ; Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. C. Consob* ; *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, pp. 1291-1304, con nota Sergio GILOTTA (pp. 1304-1323).

infraction quelconque, c'est comme si les victimes des infractions de violence, par exemple, engageaient la responsabilité de la police de la gendarmerie nationales au motif que ces dernières n'ont pas réussi à les protéger des infractions qu'elles ont subies.

691. L'indemnisation contestable et contestée des dépenses liées aux investigations menées par la Consob : Certaines juridictions italiennes ont admis que la Consob pouvait être indemnisée du fait des dépenses qu'elle avait engagées pour caractériser les manquements constitutifs d'abus de marché[1167]. Une telle solution est largement critiquable, en ce sens qu'il relève des prérogatives de l'autorité de surveillance italienne de procéder non seulement à des missions de contrôle et de surveillance des marchés financiers, mais également à des enquêtes susceptibles de donner lieu à des poursuites et à des sanctions prononcées par elle-même en cas de survenance d'abus de marché[1168]. Transposée à la matière pénale, cette position reviendrait à faire supporter à l'auteur d'infractions les frais engagés par le service public de la Justice dans le but de caractériser les comportements illicites de ce dernier[1169]. Comme le relève Sergio GILOTTA, « L'exercice des pouvoirs en réponse [à la commission d'] abus de marché – dont découleraient, selon le raisonnement des juges de Milan, le dommage réparable – constitue une prérogative exercée occasionnellement, et subordonnée à la survenance de certains éléments, mais qui malgré tout trouve toujours son origine dans la loi et dans l'« ADN » de l'autorité de surveillance »[1170]. Autrement dit, la doctrine italienne ne partage pas la solution

---

[1167] Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. C. Consob* ; *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, pp. 1291-1304, con nota Sergio GILOTTA (pp. 1304-1323) ; Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giugno 2006), n. 3406 ; Trib. Milano, 21 genn. 2007, in dejure.giuffre.it

[1168] Massimiliano DOVA, « 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. 263.

[1169] Sergio GILOTTA, « Manipolazione del mercato : considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. c. Consob* (pp. 1291-1304), spéc. p. 1319.

[1170] « *L'esercizio dei poteri di risposta agli abusi di mercato — da cui origina, secondo la ricostruzione dei giudici di Milano, il danno risarcibile — integra una prerogativa ad esercizio episodico, e condizionato alla realizzazione di determinati presupposti, ma che trova pur sempre la propria fonte nella legge e nel "DNÀ' istituzionale dell'ente di vigilanza* », *in* Sergio GILOTTA, « Manipolazione del mercato : considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. c. Consob* (pp. 1291-1304), spéc. p. 1318.

dégagée par la jurisprudence, qui effectivement semble privée de tout fondement et qui tend à rapprocher ces mesures indemnitaires des dommages-intérêts punitifs. Toutefois, il existe également des solutions en sens contraire où les magistrats refusent d'accorder une réparation à la Consob sur le fondement de tel dommage[1171].

[1171] Cass. pen. sez. I, 17 dic. 2013 (dep. 4 maggio 2015), n. 19915, *Grande Stevens ed altri*, § 1.14.

692. Conclusion du premier chapitre : L'étude des sanctions françaises et italiennes susceptibles d'prononcées à l'encontre des auteurs d'abus de marché, tant pour les infractions pénales que pour les manquements administratifs, a révélé une harmonisation moins poussée que celle existante en matière d'information financière ou pour la définition des infractions boursières concernées. Si la nature de ces sanctions est la même dans les deux pays, les *maxima* légaux encourus diffèrent considérablement. D'ailleurs, les délits français ne répondent pas aux exigences posées par la récente directive européenne n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1172] qui impose des peines privatives de liberté pour les infractions pénales, dont le maximum légal encouru doit au moins atteindre quatre ans. Il en est de même pour les amendes pénales. De plus, ni la France ni l'Italie ne prévoit la possibilité pour les juridictions de fixer le montant des sanctions prévues à l'encontre des personnes morales, en fonction du chiffre d'affaires de cette dernière. Cependant, il n'est pas certain que ces disparités constituent un réel obstacle à une lutte efficace contre les abus de marché au sein de l'Union européenne, étant donné que dans l'ordre juridique italien comme dans l'ordre juridique français, l'ensemble des autorités de sanction, qu'elles soient administratives ou judiciaires, ont la possibilité de porter le montant des sanctions pécuniaires au décuple des profits réalisés grâce à la commission des abus de marché.

Concernant la responsabilité des personnes morales, le droit européen impose qu'elle puisse être engagée pour les méfaits commis pour le compte de cette dernière ou dans son intérêt, tant par les dirigeants que par des préposés. Si les droits français et italien prévoient cette possibilité dans le cadre des abus de marché dans leurs versions administratives, elle n'existe pas dans le cadre de la responsabilité pénale des personnes morales françaises. Toutefois, là encore, en l'état actuel de la législation, le système français de responsabilité pénale des personnes morales n'a pas nécessairement à être remis en cause, puisqu'en aucun cas la directive précitée du 16 avril 2014 n'impose la nature pénale de la responsabilité selon les modalités qu'elle a précisées.

Enfin, concernant la réparation des préjudices d'infractions boursières, il est possible de constater que les juridictions françaises et italiennes ne retiennent absolument pas les mêmes solutions, ce qui aboutit à des régimes d'indemnisation largement différents.

[1172] 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.

Alors que les premières ont souvent recours à la perte de chance, les secondes sont davantage enclines à prononcer une indemnisation sur le fondement des pertes patrimoniales. Si une harmonisation des règles en matière d'indemnisation des victimes d'infractions boursières n'est pas absolument nécessaire, elle pourrait être envisagée au sein de l'Union européenne afin de garantir une protection exhaustive des investisseurs : dès lors qu'elle choisit de renforcer la prévention des abus de marché, et d'homogénéiser les comportements susceptibles d'être incriminés, elle pourrait également instituer un cadre destiné à accorder une réparation à ces victimes. Notre proposition ne consiste pas à préconiser l'établissement de dispositions précises contenant des solutions dans un sens déterminé, mais bien à envisager la possibilité de formuler, au sein d'une directive par exemple, des règles relatives aux conditions d'indemnisation et des paramètres ou critères destinés à faciliter la détermination du montant de la réparation susceptible d'être accordée.

Après avoir présenté les différentes sanctions pénales, administratives et civiles susceptibles de faire suite à des abus de marché, il convient d'examiner à présent comment celles-ci s'articulaient jusqu'alors, pour mettre en relief les imperfections de ce système et proposer une nouvelle répartition des compétences en la matière.

CHAPITRE 2
LA NÉCESSITÉ D'UNE RÉPARTITION LÉGISLATIVE DES COMPÉTENCES ENTRE AUTORITÉS ADMINISTRATIVES, JUDICIAIRES ET COMMISSIONS SPÉCIALES

693. Les imperfections du système actuel de sanction des abus de marché : L'étude des sanctions administratives et pénales a permis de mettre en lumière le montant faramineux des sanctions pécuniaires susceptibles d'être prononcées en cas d'infractions boursières. De même, les poursuites administratives ou pénales mises en œuvre par les juges répressifs, ou par l'Autorité des marchés financiers et la Consob peuvent également entraîner des conséquences néfastes sur la situation personnelle et professionnelle des auteurs, grâce à l'application des sanctions d'interdiction, de la confiscation et de la publication des décisions de sanction. La sévérité des dispositifs français et italien de répression des abus de marché ne donc fait aucun doute, et elle ressort davantage lorsque l'on précise que jusqu'il y a peu de temps encore, les magistrats français et italiens admettaient le cumul des sanctions administratives et pénales.

694. La remise en cause de l'articulation des poursuites pénales et administratives en matière d'abus de marché : Les sanctions administratives cotôient les sanctions pénales depuis longtemps déjà, la Consob ayant obtenu son pouvoir de sanction en 1985[1173], alors qu'il fut attribué à la Commission des opérations de bourse 1989[1174]. Si la jurisprudence française a rapidement admis le cumul des deux types de poursuites et le prononcé consécutif des deux catégories de sanctions, la doctrine italienne n'a pas toujours adopté une réponse unanime même si les magistrats ont également consacré ce système de sanction à deux voies. Aujourd'hui, le débat est clos car les cours européennes ont toutes deux tranché en faveur d'un non-cumul des

[1173] 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*).

[1174] 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.

poursuites en matière boursière du fait de la sévérité des sanctions encourues tant devant les autorités judiciaires que devant les autorités administratives.

695. L'absence d'indication sur la répartition à venir des compétences administrative et pénale en matière d'abus de marché dans la directive et le règlement européens du 16 avril 2014 : Ce sont les cours européennes, à savoir la Cour européenne des droits de l'homme et la Cour de justice de l'Union européenne qui ont décidé pour la première de mettre fin à ce cumul en matière boursière, pour la seconde d'écarter la double poursuite administrative et pénale lorsque les sanctions susceptibles d'être prononcées à l'issue de ces poursuites revêtent tout deux une coloration pénale, au regard de critères qu'elle a elle-même dégagés et similaires à ceux identifiés par sa consœur. Elles fondent leur décision sur la nécessité de respecter le principe « *ne bis in idem* » qui « emporte pour conséquences que nul ne peut être poursuivi ou jugé deux fois pour les mêmes faits »[1175]. Étant donné que la décision de la Cour européenne qui a explicitement conclu à la violation du principe « *ne bis in idem* » par le système italien de répression des abus de marché avait été rendue le 4 mars 2014[1176], les instances européennes auraient pu reprendre la directive n° 2014/57/UE et le règlement n° 596/2014 afin de proposer une nouvelle répartition des compétences entre autorités administratives et juges pénaux. Seulement, il n'en est rien, les textes indiquent seulement que le principe « *ne bis in idem* » doit être respecté, mais il ne précise à aucun moment comment pourraient s'articuler les sanctions administratives et pénales prononcées suite à la commission d'abus de marché.

696. La nécessité d'une répartition des compétences en matière de répression d'abus de marché : Pourtant, si les poursuites et sanctions administratives et pénales ne peuvent plus être mises en œuvre de façon simultanée, cela implique que les

---

[1175] Raphaële PARIZOT, « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174.
V. pour exemples pour des développements sur le principe « *ne bis in idem* » : Juliette LELIEUR-FISCHER, *La règle ne bis in idem. Du principe de l'autorité de la chose jugée au principe d'unicité d'action répressive*, Thèse dactyl. : droit privé et sciences criminelles, Paris, 2005 ; Aziz HEDABOU, *La règle ne bis in idem. Essai d'étude critique en droit répressif pénal et en droit répressif para-pénal*, Thèse dactyl. : droit privé et sciences criminelles, Toulouse, 2008.

[1176] 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.

compétences en matière de répression des abus de marché relèvent soit des juges répressifs, soit des autorités administratives, ou encore qu'elles soient réparties entre les deux types d'autorité dès lors que la conservationdes deux voies de répression est envisagée. En tout état de cause, ni le régime français, ni le régime italien ne peuvent être maintenus en l'état puisque les juridictions françaises comme les juridictions italiennes admettaient le cumul des poursuites et des sanctions administratives et pénales. Dès lors, un certain nombre de critères ont été proposés tant par la doctrine, que par les autorités de marché elles-mêmes. De leur côté, les instances européennes ont également suggéré certains critères liés au caractère intentionnel ou grave des abus de marché. Enfin la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 présentée au Sénat français[1177] propose elle aussi des modalités de distribution des compétences entre juges pénaux et autorités administratives.

697. La multiplicité des critères envisagés : Les critères proposés par les différentes commissions qui se sont penchées sur la question du cumul des poursuites administratives et pénales en matière boursière, ainsi que par la doctrine et les autorités de marché sont nombreux. Certains d'entre eux se réfèrent à la gravité de l'abus de marché, à son caractère intentionnel ou non, aux plateformes de négociation concernées par les infractions. D'autres suggestions ont été émises dans le sens de la suppression de l'une des deux voies de répression.
Il convient dès lors dans cet ultime chapitre d'expliquer les raisons qui ont poussé les juridictions européennes à mettre fin au cumul des sanctions administratives et pénales en matière boursière (Section 1), pour ensuite formuler à notre tour des propositions relatives à la répartition des compétences des juridictions répressives et des autorités administratives en matière boursière (Section 2).

Section 1. La déconstruction inévitable du triple système de sanction des abus de marché français et italiens

698. Le chaos actuel de la répression en matière d'abus de marché : Pierre-Henri CONAC écrivait en 2002 à propos du cadre normatif américain de répression des

[1177] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

infractions boursières que « La répression pénale est nécessaire mais insuffisante. Elle est nécessaire car elle permet de sanctionner par des peines d'emprisonnement les comportements les plus répréhensibles. Néanmoins, elle est insuffisante car tous les comportements répréhensifs ne justifient pas une sanction pénale »[1178]. Les autorités européennes partageaient ce point de vue puisqu'il y a plus de dix ans, elles imposaient la mise en place de sanctions administratives pour réprimer les abus d'informations privilégiées et les manipulations de cours par le biais de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1179]. Ce texte indiquait que de telles mesures devaient être instituées « *sans préjudice des sanctions pénales* » susceptibles d'être prononcées au sein des différents États membres[1180]. Les juridictions françaises et italiennes ont choisi d'autoriser le cumul des poursuites administratives et pénales, qui de ce fait était susceptible d'engendrer le prononcé simultané de sanctions de mêmes natures. Aujourd'hui cette faculté est remise en cause. Il convient dès lors de montrer quelle a été l'influence des décisions des cours européennes (Paragraphe 1) sur les jurisprudences nationales françaises et italiennes (Paragraphe 2).

Paragraphe 1. L'acceptation initiale du cumul des poursuites administrative et pénale par les juridictions internes

699. La mise en œuvre successive de poursuites administratives et pénales en matière d'abus de marché dans les ordres juridiques français et italien : Les juridictions françaises et italiennes ont rapidement choisi d'admettre la possibilité que l'Autorité des marchés financiers et la Consob exercent toutes deux leurs compétences à l'encontre d'une personne unique qui avait pu commettre des faits susceptibles d'être qualifiés à la fois de manquements administratifs boursiers et de sanctions pénales. Cependant leur décision n'était pas dépourvue de tout fondement : elle découle d'une autorisation implicite de la loi qui prévoit les hypothèses d'imputation de la sanction administrative pécuniaire sur l'amende pénale, lorsque l'autorité administrative inflige

[1178] Pierre-Henri CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 386, 2002, p. 105.

[1179] 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.

[1180] Art. 14 de la directive du 28 janvier 2003.

une sanction avant que le juge pénal n'ait statué sur les mêmes faits. Dès lors, cette admission tacite du cumul des poursuites administratives et pénales par le législateur (A) a donné lieu à une consécration expresse de cette pratique par la jurisprudence (B).

A- L'acceptation tacite des cumuls de poursuites et de sanctions administratives et pénales par les législateurs français et italiens

700. La consécration du cumul des poursuites par le législateur français : Aucune disposition en droit français ne venait clairement affirmer qu'il était possible d'engager des poursuites simultanées successives à l'encontre d'une même personne pour des faits susceptibles de constituer à la fois des manquements administratifs et des délits pénaux. L'article L. 621-15 du Code monétaire et financier prévoyait seulement une obligation d'information réciproque entre le procureur de la République, aujourd'hui le procureur de la République financier[1181], et le Président de l'Autorité des marchés financiers. Ce dernier, s'il a connaissance de faits susceptibles de constituer des délits d'abus d'informations privilégiées, de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de manipulations de cours, doit transmettre l'ensemble des éléments recueillis par les enquêteurs de l'autorité administrative au procureur de la République, afin qu'il décide le cas échéant de procéder à son tour à une enquête ou de déclencher directement les poursuites[1182]. De même, l'autorité judiciaire qui décide d'exercer l'action publique doit également informer sans délai l'Autorité des marchés financiers[1183].

Toutefois, l'article L. 621-16 du Code monétaire et financier disposait que « *Lorsque la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce* ». Autrement dit, la disposition visait l'hypothèse

---

[1181] L'article 705-1 du Code monétaire et financier prévoit une compétence exclusive du procureur de la République financier, et des juridictions d'instrument et de jugement de Paris pour les délits d'initiés, les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours. Cette institution très spécialisée a été mis en place par deux lois du 6 décembre 2013 (loi organique n° 2013-1115 du 6 décembre 2013 relative au procureur de la République financier**,** *J.O.R.F.* n° 0284, 7 déc. 2013 p. 19939 et loi n° 2013-1117 du 6 déc. 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale la grande délinquance économique et financière, *J.O.R.F.* n° 0284, 7 déc. 2013, p. 19941) afin de lutter contre la déinquance financière et fiscale.

[1182] Art. L. 621-15-1, al. 1er, C. mon. fin.

[1183] Art. L. 621-15-1, al. 2, C. mon. fin.

dans laquelle une procédure administrative de sanction pour abus de marché était suivie de poursuites pénales pour les mêmes faits, et autorisait dans ce cas le juge pénal à tenir compte de la sanction pécuniaire précédemment prononcée par l'autorité de marché, afin que la peine infligée reste appropriée et proportionnée à la gravité des faits commis. Une telle prévision avait l'avantage de permettre le respect du principe du cumul limité des sanctions administratives et pénales consacré par le Conseil constitutionnel français.

701. La consécration du cumul des poursuites par le législateur italien : L'article 187-*decies* du texte unique en matière d'intermédiation financière italien prévoit des dispositions très proches de celles du Code monétaire et financier français. En premier lieu, le ministère public doit informer le Président de la Consob de l'exercice de poursuites pénales fondées sur les articles 184 et 185 du même texte, qui répriment les délits d'abus d'informations privilégiées et de manipulations de marché. En deuxième lieu, le Président de l'autorité italienne de surveillance des marchés doit informer le parquet de tout fait susceptible de constituer de telles infractions pénales, et lui transmettre tous les éléments recueillis au préalable au cours des enquêtes menées par les agents de l'autorité. L'alinéa 3 de l'article 187-*decies* explique quant à lui que les autorités judiciaires et l'autorité administrative doivent collaborer notamment par le biais d'échanges d'informations destinées à déceler et à caractériser au plus vite les abus de marché.

Seulement, contrairement à l'article L. 621-16 du Code monétaire et financier français, les dispositions du texte unique en matière d'intermédiation financière italien reconnaissent explicitement la faculté pour la Consob et les autorités administratives d'exercer concurremment leurs compétences, puisque l'article 187-*duodecies* empêche qu'il soit sursis à statuer sur la procédure administrative ou sur le recours en opposition exercé à l'encontre de la décision prononcée par la Consob, en attendant que le juge pénal se prononce sur les faits objet des doubles poursuites[1184]. Enfin, la même possibilité d'imputation de la sanction administrative pécuniaire sur l'amende pénale est prévue par l'article 187-*terdecies*.

[1184] Texte original : « *Il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'articolo 187-septies non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione* » (art. 187-*duodecies*, TUF).

Ce sont toutes ces dispositions qui ont permis aux juridictions françaises et italiennes d'appliquer le cumul de poursuites et de sanctions administratives et pénales en matière d'abus de de marché.

B- La reconnaissance expresse du cumul de poursuites et de sanctions devant les juridictions françaises et italiennes

702. La consécration spécifique du cumul des sanctions par le Conseil constitutionnel français : Le Conseil constitutionnel français a développé une jurisprudence importante ayant trait à la possibilité pour les magistrats de cumuler des sanctions pénales avec des sanctions administratives. Il ne convient pas de détailler ici l'ensemble des décisions qui ont été rendues, mais nous nous limiterons à en mentionner quelques-unes qui nous permettront de comprendre les principes dégagés par la juridiction. En premier lieu, il convient de préciser que lorsque le Conseil constitutionnel statue sur ces questions, il ne se réfère pas au principe « *ne bis in idem* », mais aux principes de nécessité et de proportionnalité des peines, consacré à l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen. En vertu d'une jurisprudence constante et bien établie, ces derniers ne s'appliquent pas seulement aux sanctions pénales *stricto sensu*, mais à toute mesure ayant le caractère d'une punition[1185]. Le Conseil constitutionnel français estime également que des faits identiques peuvent tout à fait donner lieu à des poursuites tant devant l'ordre administratif que devant l'ordre judiciaire en particulier répressif, dès lors que les dispositions applicables à l'affaire concernée relèvent de corps de règles distincts[1186]. Enfin, s'il admet le cumul des sanctions administratives et pénales qui peuvent résulter de ces doubles poursuites, il ne l'autorise pas sans limite : au contraire, il s'agit d'un cumul limité qui implique que la

[1185] Cons. const., déc. n° 2010-85 QPC, 13 janvier 2011, cons. 3, *J.O.R.F* du 14 janvier 2011, page 813, texte n° 123, *Rec.* p. 63 ; Const. const., déc. n° 2011-199 QPC, 25 novembre 2011, cons. 6 et 7, *J.O.R.F.* du 26 novembre 2011, page 20016, texte n° 73, *Rec.* p. 555 ; Cons. const., déc. n° 2012-289 QPC, 17 janvier 2013, cons. 3, *J.O.R.F.* du 18 janvier 2013 page 1294, texte n° 89, *Rec.* p. 106.

[1186] Cons. const., déc. n° 2004-505 DC du 19 novembre 2004, *Traité établissant une Constitution pour l'Europe, J.O.R.F.* du 24 novembre 2004, p. 19885, *Rec.*, p. 173 ; Cons. const. décision n° 2014-423 QPC du 24 octobre 2014, *M. Stéphane R. et autres* (Cour de discipline budgétaire et financière), *J.O.R.F.* n° 0249 du 26 octobre 2014, p. 17776, texte n° 40.

sanction prononcée ne puisse pas dépasser le maximum légal encouru le plus élevé[1187], ce qui rappelle les règles prévues en matière de concours idéal de qualifications mises en œuvre lorsque l'auteur des infractions pénales a voulu porter atteinte à des valeurs sociales protégées différentes.

703. La pratique du cumul des poursuites administratives et pénales devant les autres juridictions françaises : Il y a peu de temps encore, les juridictions pénales françaises qui devaient statuer sur la mise en œuvre de poursuites pénales à l'encontre de personnes déjà poursuivies devant l'autorité administrative française, rejetaient les arguments fondés sur la violation du principe « *ne bis in idem* », posé notamment par l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales. Dans une première décision faisant suite à une question prioritaire de constitutionnalité, l'assemblée plénière de la Cour de cassation avait refusé de saisir le Conseil constitutionnel, afin qu'il décide de la conformité à la Constitution de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, qui permet à l'Autorité des marchés financiers d'exercer son pouvoir de sanction à l'encontre des manquements boursiers administratifs[1188]. Pour ce faire, elle s'était basée sur la jurisprudence du Conseil constitutionnel qui autorise le cumul limité des sanctions administratives et pénales[1189]. Le Conseil d'État reprenant le même raisonnement que la Haute juridiction de l'ordre judiciaire avait également opté pour la solution de ne pas transmettre une question prioritaire de constitutionnalité identique[1190].

Par ailleurs, dans un arrêt récent du 22 janvier 2014[1191], la chambre criminelle de la Cour de cassation a rejeté tous les arguments en ce sens soulevés par les prévenus. Dans cette affaire, ces derniers s'étaient vus infliger une sanction pécuniaire de 250 000 € pour des faits de manipulation de cours, prononcée par une décision de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers prise en date du 4 avril 2007, et

---

[1187] Cons. const., déc. n° 89-260 DC, 28 juillet 1989, cons. 22, *J.O.R.F.* du 1er août 1989, p. 9676, *Rec.* p. 71 ; Cons. const., déc. n° 2012-289 QPC, 17 janvier 2013, cons. 3, *J.O.R.F.* du 18 janvier 2013 p. 1294, texte n° 89, *Rec.* p. 106.

[1188] Ass. plén., 8 juil. 2010, n° 10-10965 ; *Rev. sc. crim.* 25 mai 2011, n° 1, p. 118, obs. Frédéric STASIAK.

[1189] Cons. const., déc. n° 89-260 DC, 28 juillet 1989, cons. 22, *J.O.R.F.* du 1er août 1989, p. 9676, *Rec.* p. 71.

[1190] CE, 6ème et 1ère sous-sections réunies, 16 juil. 2010, inédit.

[1191] Crim., 22 janv. 2014, n° 12-83.579, *D.* 2014, p. 274 ; *ibid.* 600, entretien Nicolas RONTCHEVSKY ; *JCP* 2014, n° 5, 131 ; *D. act.*, 6 févr. 2014, obs. Sébastien FUCINI ; *Dr. pén.* n° 4, avr. 2014, étude 6, Loïc DE GRAEVE ; *Rev. sc. crim.* n° 1, 16 juin 2014, obs. Frédéric STASIAK, pp. 106-116.

confirmée par une décision de la cour d'appel de Paris du 24 septembre 2008 devenue définitive, le pourvoi formé contre ladite décision ayant été rejeté. Poursuivi au pénal, le prévenu a été cité devant le tribunal correctionnel et condamné pour manipulation de cours. La Cour d'appel de Paris par arrêt du 28 mars 2012 a confirmé la décision et réduit la peine à trois mois d'emprisonnement avec sursis. Le requérant arguait d'une violation du principe « *ne bis in idem* » du fait de la sanction prononcée antérieurement par l'Autorité des marchés financiers alors qu'il était à nouveau poursuivi par les autorités judiciaires répressives pour les mêmes faits. Il invoquait trois fondements : l'article 4 du protocole n° 7 additionnel de la Convention européenne des droits de l'homme ; l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ; l'article 14-7 du pacte international de New-York relatif aux droits civils et politiques, sur le principe « *ne bis in idem* ». Selon la chambre criminelle, le cumul des sanctions administratives et pénales ne viole pas l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne puisqu'il poursuit une finalité de maintien de la confiance des investisseurs dans les marchés grâce au prononcé de sanctions efficaces, dissuasives et proportionnées. Pour ce faire, la Cour de cassation a eu recours à l'article 52 de la même Charte, qui permet de limiter certains droits dans le but de garantir le respect d'objectifs généraux déterminés, tels que le fonctionnement régulier des marchés et la confiance des investisseurs par exemple. Enfin, elle expliquait que la limite posée à l'égard des magistrats lors de la mise en œuvre du cumul de sanctions en matières boursières contribue au respect du principe « *ne bis in idem* » en ce qu'il empêche que la sanction prononcée ne dépasse le maximum légal encouru le plus élevé. La Cour qui s'était focalisée sur les dispositions européennes n'a ce pendant pas pris en considération les arguments tirés de la violation des diverses conventions internationales invoquées par le requérant.

704. L'application du cumul des poursuites et sanctions administratives et pénales par les juridictions italiennes : A l'image des juridictions françaises, les magistrats italiens ont consacré le cumul des sanctions pénales et administratives. Ces derniers utilisent principalement l'article 187-*terdecies* du texte unique en matière d'intermédiation financière qui prévoit l'imputation de la sanction administrative pécuniaire prononcée préalablement sur l'amende pénale. La Cour de cassation italienne considère que le principe « *ne bis in idem* » ne s'applique qu'aux décisions pénales au

sens strict[1192], c'est-à-dire aux décisions de condamnation ou d'acquittement ou un aux décrets pénaux[1193] ; dès lors, la Cour de cassation italienne estime qu'« **En conclusion, il n'est possible de conclure à aucune violation du principe ne bis in idem et la nouvelle exception d'illégitimité constitutionnelle n'est manifestement pas fondée** […] »[1194].

705. Les critiques doctrinales italiennes à l'égard de la pratique du cumul : Un certain nombre d'auteurs italiens se sont évertués, depuis l'institution des sanctions administratives pour les abus d'informations privilégiées et les manipulations de marché par la loi n° 62 du 18 avril 2005[1195], à affirmer que les sanctions administratives et pénales prévues en cas de commission de ces infractions ne devaient pas se cumuler et ce pour plusieurs raisons[1196]. En premier lieu, les délits pénaux et manquements administratifs correspondants ne couvriraient pas exactement le même champ d'application, mais au contraire, comporteraient des éléments distincts qui permettraient d'appliquer l'une ou l'autre des infractions, en vertu du principe posé à l'article 8, alinéa 1er de la loi n° 689 du 24 novembre 1981[1197]. Ce dernier dispose en effet que « *quiconque par son action ou son omission viole diverses dispositions qui prévoient des sanctions administratives ou commet plusieurs violations de la même disposition, encourt la sanction prévue pour la violation la plus grave, avec un* quantum *porté au triple* »[1198]. D'une part, qu'il s'agisse des abus d'informations privilégiées ou des

---

[1192] Cass. pen. sez. I, 17 dic. 2013, dep. 4 maggio 2015, n. 19915, *Grande Stevens ed altri*, § 1.11.

[1193] Cass. pen. sez. I, 17 dic. 2013, dep. 4 maggio 2015, n. 19915, *Grande Stevens ed altri*, § 9.

[1194] Texte original : « ***Conclusivamente non è apprezzabile alcuna violazione del divieto del ne bis in idem e manifestamente infondata è la riproposta eccezione di illegittimità costituzionale, motivatamente […]*** », Cass. pen. sez. I, 17 dic. 2013, dep. 4 maggio 2015, n. 19915, *Grande Stevens ed altri*, § 1.11.

[1195] 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.

[1196] Adelmo MANNA, « Tutela del risparmio, novità in tema di *insider trading* e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004 », *Riv. trim. dir. pen. economia* 2005, vol. 53, n. 3 luglio-sett. 2005, p. 672 ; Mario ROMANO, « Marché boursier et pouvoir de sanction dans le droit italien », *LPA* 15 juin 1994, n° 71.

[1197] Legge del 24 nov. 1981, n. 689 detta « legge di depenalizzazione », *G.U.* n. 329 del 30 nov. 1981.

[1198] Texte original : « *Salvo che sia diversamente stabilito dalla legge, chi con un'azione od omissione viola diverse disposizioni che prevedono sanzioni amministrative o commette piu' violazioni della stessa disposizione,soggiace alla sanzione prevista per la violazione più grave,aumentata sino al triplo* » (art. 8, loi n° 689/2001 du 24 nov. 1981.

manipulations de marché, lorsqu'ils prennent la forme de manquements administratifs, ils peuvent être commis indifféremment de manière intentionnelle ou par imprudence ou par négligence[1199], ce qui les différencie des délits qui ne peuvent être punis qu'à titre de dol. D'autre part, les manipulations de marché, dans leur versant administratif, incluent la diffusion de rumeurs, lesquelles ne sont pas comprises dans le champ d'application du délit pénal. De même, il n'est pas nécessaire que l'altération susceptible d'être provoquée par cette diffusion, ou par la mise en œuvre d'opérations simulées ou d'artifices soit sensible, c'est-à-dire qu'il n'est pas nécessaire que ces comportements soient de nature à entraîner des oscillations d'une intensité anormale par rapport à celles qui peuvent être observées habituellement lors des échanges des instruments financiers concernés, ce qui au contraire doit être le cas pour les comportements mis en œuvre dans le cadre du délit pénal[1200]. Par conséquent, les éléments constitutifs des délits pénaux et des infractions administratives étant distincts, ces différentes qualifications pénales ne pourraient s'appliquer simultanément mais seraient alternatives[1201] ; dès lors, il ne pourrait y avoir de cumul de poursuites, susceptible d'engendrer un cumul de sanctions. Par ailleurs, la sévérité des sanctions administratives comme celle des sanctions pénales conduisait certains auteurs a estimé que la mise en œuvre des deux types de procédures à l'égard d'une même personne pour des faits identiques violait la règle « *ne bis in idem* »[1202]. C'est principalement cette critique que la doctrine française adressait à ses juridictions.

[1199] 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. 153.

[1200] Texte original : « ***oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causata dalle operazioni poste sul mercato, presente solo nella disposizione penale*** », *in* Cass. sez. pen. VI, 16 maggio 2006 (dep. 3 maggio 2006), n. 15199, *L.T.* ; *Cass. pen.* genn. 2007, vol. XLVII, fasc. 1, pp. 56-61, con nota Beatrice MAGRO (pp. 61-73) ; *Giur. comm.* nov.-dic. 2006, vol. 33, n. 6, II, pp. 985-991, con nota Enrico AMATI (pp. 991-1004).
V. également en ce sens, Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, pp. 239-240 et 256.

[1201] Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 158 ; Melissa MIEDICO, « Gli abusi di mercato », *in* Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, Giapicchelli editore, 2012, p. 99.

[1202] Adelmo MANNA, « Tutela del risparmio, novità in tema di *insider trading* e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004 », *Riv. trim. dir. pen. economia* 2005, vol. 53, n. 3 luglio-sett. 2005, p. 672.

706. Les critiques doctrinales françaises à l'égard de l'acceptation du cumul : Le principe « *ne bis in idem* » est un principe cardinal de la procédure pénale. Cette maxime latine, qui littéralement signifie « pas deux fois la pour la même chose », empêche la mise en œuvre de poursuites successives à l'encontre d'un même individu pour des faits identiques ; en d'autres termes, une personne qui a déjà fait l'objet d'une procédure suite à la commission d'une infraction, ne peut être à nouveau poursuivi sur le fondement de la même conduite, qu'il ait été précédemment condamné ou non. A l'origine, le principe était attaché à l'autorité de la chose jugée du criminel sur le criminel : celle-ci consiste à ne pas remettre en cause ce qui a été établi définitivement par une décision judiciaire relativement à des personnes déterminées et aux comportements qu'elles ont adoptés.

707. Les multiples consécrations du principe « *ne bis in idem* » : Ce principe est consacré par différents textes internationaux et nationaux. En premier lieu, on le retrouve à l'article 14, paragraphe 7[1203] du Pacte international relatif aux droits civils et politiques[1204]. Le statut de la Cour pénale internationale[1205], celui du Tribunal pénal international pour l'ex-Yougoslavie[1206] et celui du Tribunal pénal international pour le Rwanda[1207] instaurent également une telle règle respectivement en leurs articles 20[1208], 10[1209] et 9[1210]. Il est par ailleurs consacré, au niveau européen, par l'article 54[1211] de

[1203] L'article 14, paragraphe 7 dispose que « *Nul ne peut être poursuivi ou puni en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de chaque pays* ».

[1204] Pacte international relatif aux droits civils et politiques signé à New-York le 19 déc. 1966, publié en France par le décret n° 81-76 du 29 janvier 1981, *J.O.R.F.* du 1er fév. 1981, p. 398.

[1205] Statut de Rome de la Cour pénale internationale, A/CONF. 183/9 du 17 juil. 1998.

[1206] Statut du Tribunal pénal international pour l'ex-Yougoslavie adopté par la résolution n° 827 (1993) de l'Organisation des Nations Unies du 25 mai 1993.

[1207] Statut du Tribunal pénal international pour le Rwanda adopté par la résolution n° 955 (1994) de l'Organisation des Nations Unies du 8 novembre 1994.

[1208] L'article 20 du statut de la Cour pénale internationale explique que « *Sauf disposition contraire du présent Statut, nul ne peut être jugé par la Cour pour des actes constitutifs de crimes pour lesquels il a déjà été condamné ou acquitté par elle* ».

[1209] Article 10 du Statut du Tribunal pénal international pour l'ex-Yougoslavie : « *Nul ne peut être traduit devant une juridiction nationale pour des faits constituant de graves violations du droit international humanitaire au sens du présent statut s'il a déjà été jugé par le Tribunal international pour ces mêmes faits* » et « *Quiconque a été traduit devant une juridiction nationale pour des faits constituant de graves violations du droit international humanitaire ne peut subséquemment être traduit devant le Tribunal international* » dans les conditions ensuite énumérées.

l'Accord Schengen signé le 19 juin 1990[1212] et l'article 50[1213] de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne[1214], et par l'article 4[1215] du protocole additionnel n° 7[1216] à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales signée à Rome le 4 novembre 1950[1217]. En droit français, ledit principe n'a pas de valeur constitutionnelle, mais il est consacré par l'article 368 du Code de procédure pénale[1218] et par l'article 113-9 du Code pénal qui empêche des nouvelles poursuites en France pour des infractions définitivement jugées à l'étranger[1219]. En droit

---

[1210] Article 9 du Statut du Tribunal pénal international pour le Rwanda : « *Nul ne peut être traduit devant une juridiction nationale pour des faits constituant de graves violations du droit international humanitaire au sens du présent Statut s'il a déjà été jugé pour les mêmes faits par le Tribunal international pour le Rwanda* » et « *Quiconque a été traduit devant une juridiction nationale pour des faits constituant de graves violations du droit international humanitaire ne peut subséquemment être traduit devant le Tribunal international pour le Rwanda* » selon les règles énoncées ultérieurement.

[1211] L'article 54 de l'Accord de Schengen du 19 juin 1990 précise qu'« *Une personne qui a été définitivement jugée par une Partie contractante ne peut, pour les mêmes faits, être poursuivie par une autre Partie contractante, à condition que, en cas de condamnation, la sanction ait été subie ou soit actuellement en cours d'exécution ou ne puisse plus être exécutée selon les lois de la Partie contractante de condamnation* ».

[1212] Accord de Schengen du 19 juin 1990, publié en France par le décret n° 95-304 du 21 mars 1995 portant publication de la convention d'application de l'Accord de Schengen du 14 juin 1985 entre les gouvernements des Etats de l'Union économique Benelux, de la République fédérale d'Allemagne et de la République française relatif à la suppression graduelle des contrôles aux frontières communes, signée à Schengen le 19 juin 1990, *J.O.R.F.* n° 0069 du 22 mars 1995, p. 4441.

[1213] L'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne précise que « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la loi* ».

[1214] Charte fondamentaux des droits de l'Union européenne proclamée le 7 décembre 2000, *J.O.U.E.* C 326 du 26 oct. 2012, pp. 391-407.

[1215] L'article 4, alinéa 1er du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme précise que « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même État en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet État* ».

[1216] Protocole n° 7 à la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales signé à Strasbourg, le 22 novembre 1984.

[1217] Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, signée à Rome le 4 novembre 1950.

[1218] L'article 368 du Code de procédure pénale français précise qu'« *Aucune personne acquittée légalement ne peut plus être reprise ou accusée à raison des mêmes faits, même sous une qualification différente* ».

[1219] L'article 113-9 du Code pénal français dispose que « *Dans les cas prévus aux articles 113-6 et 113-7, aucune poursuite ne peut être exercée contre une personne justifiant qu'elle a été jugée définitivement à l'étranger pour les mêmes faits et, en cas de condamnation, que la peine a été subie ou prescrite* ».

italien, là encore, le principe n'a aucune valeur constitutionnelle[1220], cmais la règle est insérée à l'article 649 du Code de procédure pénale[1221].

708. Les contenus des réserves émises par la France et l'Italie en marge de l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme : Il a été précisé dans le paragraphe consacré à la reconnaissance du principe « *ne bis in idem* » que cette règle est énoncée à l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme. En vertu de cet article, « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même État en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet État* ». La disposition s'applique donc à toutes juridictions statuant en matière pénale. Cependant, la Cour européenne des droits de l'homme a très tôt développé une jurisprudence autonome sur la notion de « *tribunal statuant sur une accusation en matière pénale* », laquelle dépasse largement la conception qu'en ont les États parties au Conseil de l'Europe : pour revêtir telle qualification, la juridiction concernée doit traiter d'une « accusation » c'est-à-dire d'une « notification officielle, émanant d'une autorité compétente du reproche d'avoir accompli une infraction pénale »[1222]. Or, la Cour européenne a également développé une notion autonome de « la matière pénale » dans son arrêt *Engel contre Pays-Bas* du 18 juin 1976[1223] : sa définition, fondée sur l'appréciation des sanctions attachées à la réalisation d'une conduite déterminée, dépasse les incriminations contenues dans les codes pénaux des différents systèmes juridiques nationaux. Ainsi, sont examinés afin de

---

[1220] Mario PISANI, « Le principe *ne bis in idem* au niveau international et la procédure pénale italienne », *Rev. internationale dr. pén.*, vol. 73, n° 2002/3, pp. 1017-1029.

[1221] L'article 649, alinéa 1er du Code de procédure pénale italien, intitulé « *Interdiction d'un second jugement* » (« *Divieto di un secondo giudizio* ») prévoit que « *Le suspect acquitté ou condamné par décision ou décret pénal devenus irrévocables ne peut faire l'objet d'une nouvelle procédure pénale pour le même fait, même qualifié différemment dans sa nature, dans sa gravité ou dans ses circonstances, sans préjudice de ce qui est prévu aux articles 69, alinéa 2* [mort du prévenu déclarée par erreur] *et 345* [possibilité de réitérer les poursuites si elles avaient pris fin du fait du non-respect d'au moins une condition nécessaire pour leur déclenchement] » ; texte original : « *L'imputato prosciolto o condannato con sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili non può essere di nuovo sottoposto a procedimento penale per il medesimo fatto, neppure se questo viene diversamente considerato per il titolo, per il grado o per le circostanze, salvo quanto disposto dagli articoli 69 comma 2 e 345* ».

[1222] CourE.D.H., 27 fév. 1980, n° 6903/75, *Deweer c. Belgique*, § 46.

[1223] CourE.D.H., 8 juin 1976, req. n° 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72 et 5370/72, *Engel contre Pays-Bas*.

déterminer si des comportements et les mesures liées à leur mise en œuvre appartiennent à la matière pénale : la nature de la disposition litigieuse, sa qualification juridique en droit interne, la nature et le degré de sévérité de la sanction qui l'accompagne.

Dès lors, certains pays tels que la France et l'Italie, lorsqu'ils ont signé le protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme en 1984, ont émis des réserves afin de cantonner l'application de l'article 4 qui consacrent le principe « *ne bis in idem* » aux seules juridictions pénales telles que cette notion pouvait être entendue dans leurs droits nationaux et aux seules infractions qualifiées de pénales dans leurs ordres juridiques propres. La réserve italienne est formulée de la façon suivante : « *La République italienne déclare que les articles 2 à 4 du Protocole ne s'appliquent qu'aux infractions, aux procédures et aux décisions qualifiées pénales par la loi italienne* ». De façon similaire, la réserve posée par le gouvernement français est ainsi libellée : « *Le gouvernement de la République française déclare que seules les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale doivent être regardées comme des infractions au sens des articles 2 à 4 du présent Protocole* »[1224]. Les juridictions françaises et italiennes l'ont plusieurs fois appliquée pour repousser les arguments invoqués par les différents requérants tirés de l'illicéité du cumul de poursuites administratives et pénales en matière boursière du fait de la consécration du principe « *ne bis in idem* » à l'article 4 du protocole 7 à la Convention européenne.

709. L'utilisation des réserves par les juridictions françaises et italiennes : La Cour de cassation italienne avait encore très récemment affirmé que « Les instruments de prévention et de réparation qui composent le cadre systémique à l'intérieur duquel se trouve la règle posée par l'article 649 du code de procédure pénale supposent tous une référence à de procédures multiples engagées pour les mêmes faits par l'autorité judiciaire pénale : ainsi, c'est ce cadre systémique, interprété à la lumière de la lettre de cette disposition codifiée, qui empêche une interprétation de cette dernière

[1224] L'Allemagne a également présenté une réserve qui indique dans son premier paragraphe que « *Par "infraction pénale" et "infraction" aux articles 2 à 4 du présent Protocole, la République fédérale d'Allemagne ne comprend que les actes qui sont des infractions pénales selon son droit* ». Il en était de même pour le Portugal qui l'avait rédigée ainsi : « *Par "infraction pénale" et "infraction", aux articles 2 et 4 du présent Protocole, le Portugal considère seulement les faits qui constituent une infraction pénale d'après son droit interne* ».

qui en étendrait l'applicabilité à des sanctions infligées par le juge pénal pour l'une, et par l'autorité administrative pour l'autre »[1225]. Il sera d'ailleurs précisé dans les paragraphes suivants que le gouvernement italien a tenté d'invoquer cette réserve pour éviter la censure de la Cour européenne des droits de l'homme et préserver son système de cumul de poursuites et de sanctions administratives et pénales en matière boursière[1226].

La Cour de cassation française appliquait elle aussi la réserve émise par le gouvernement en marge du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme. Elle a donc écarté à de nombreuses reprises l'application de l'article 4 de ce protocole en décidant qu'« Attendu qu'en cet état et abstraction faite d'un motif erroné mais surabondant, critiqué par le demandeur, la chambre d'accusation a justifié sa décision, dès lors, d'une part, que la règle 'non bis in idem' consacrée par l'article 4 du protocole n°7, additionnel à la Convention européenne des droits de l'homme, ne trouve à s'appliquer, selon les réserves faites par la France en marge de ce protocole, que pour les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale, d'autre part, qu'elle n'interdit pas l'exercice de poursuites devant le juge répressif parallèlement à une procédure conduite devant la COB aux fins de sanctions administratives »[1227].

Toutefois, malgré les jurisprudences constantes des juridictions françaises et italiennes, le principe de cumul des poursuites administratives et pénales en matière boursière a été remis en cause de façon absolue par la Cour européenne des droits de l'homme et dans une certaine mesure par la Cour de justice de l'Union européenne.

[1225] Texte original : « *Gli strumenti preventivi e riparatori che compongono il quadro sistematico all'interno del quale si colloca la disciplina di cui all'art. 649 cod. proc. pen. presuppongono tutti la comune riferibilità dei più procedimenti per il medesimo fatto all'autorità giudiziaria penale: è dunque tale quadro sistematico, in uno con la considerazione del tenore letterale della disposizione codicistica, che preclude un'interpretazione di quest'ultima che ne estenda l'ambito applicativo a sanzioni irrogate l'una dal giudice penale, l'altra da un'autorità amministrativa* », *in* Cass. sez. pen. V, 10 nov. 2014, n. 1782, *C.C.R.*, § 2.5.

[1226] Cf. *infra* §§ 676-679 pp. 366 s. des présents travaux.

[1227] Cass. crim., 1er mars 2000, n° 99-86299 ; *Bull. crim.* 2000, n° 98, p. 290. Plus récemment, Cass. crim., 2 avr. 2008, n° 07-85179, inédit.

Paragraphe 2. La jurisprudence des cours européennes au secours de la règle « *ne bis in idem* »

710. Une solution asymétrique pour les deux cours européennes : La Cour de justice de l'Union européenne et la Cour européenne des droits de l'homme ont toutes deux eu l'occasion de se prononcer ces trois dernières années sur la portée du principe « *ne bis in idem* ». En droit de l'Union, cette règle est protégée par l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne et à l'article 54 de la Convention sur l'application de l'Accord Schengen ; au sein du Conseil de l'Europe, c'est l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme qui consacre le principe. Si les deux cours admettent le caractère fondamental dudit principe, la première en le qualifiant de principe fondamental du droit communautaire, la seconde en le considérant comme un droit intangible, elles ne lui attribuent pas pour autant la même portée.

A- Le rejet explicite du cumul des poursuites administrative et pénale par la Cour européenne des droits de l'homme

711. Les faits de l'arrêt *Grande Stevens contre Italie* : Cet arrêt rendu par la Cour européenne des droits de l'homme le 4 mars 2014[1228] a conduit à l'invalidation explicite du cumul des sanctions administratives et pénales en matière boursière. Une société a souscrit un contrat de financement avec huit banques, qui permettait aux établissements de compenser leurs créances par l'acquisition de titres de capital de ladite société. En parallèle, une seconde société qui détenait près de 30 % du capital de la première souhaitait conserver sa participation à la même hauteur ; pour ce faire, elle a signé un contrat d'*equity swap*, qui permet d'échanger la performance d'une action contre un taux d'intérêt sans avoir à avancer l'argent. Suite à la signature de ces contrats, le requérant, conseil de la première société, s'est renseigné auprès de la Consob pour savoir si ces opérations financières permettraient d'éviter une offre publique d'acquisition sur cette société ; l'autorité italienne, le 23 août 2005, a alors avisé le conseil de ce qu'elle désirait

[1228] 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.

que toute négociation en vue de l'exécution du contrat d'*equity swap* fasse l'objet d'un communiqué adressé aux investisseurs. Un communiqué a été rédigé le 24 août puis diffusé : il ne faisait pas référence au contrat d'*equity swap* car le requérant estimait qu'il ne s'agissait pas encore d'une option concrète. Les négociations ont par la suite débuté et le projet de modification de ce contrat a été adressé à la Consob le 14 septembre 2005. Pour finir, la société a émis de nouvelles actions que les huit banques ont acquises en compensation de leurs créances et parallèlement, le contrat d'*equity swap* a été mis en œuvre. De ce fait, la seconde société a pu rester l'actionnaire principal de la première.
Le requérants et les dirigeants de la première société se sont vu imputer le manquement de l'article 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière du fait de l'absence de mention dans les communiqués des 24 et 25 août des négociations en cours avec la société ayant contracté l'*equity swap*. La Consob a prononcé à leur égard des sanctions administratives pour des montants compris entre 500 000 et 5 millions d'euros ainsi que des mesures d'interdiction d'administrer, de diriger ou de contrôler des sociétés cotées en bourse pour des durées de deux à six mois. Le requérant et les autres individus sanctionnés ont exercé un recours contre cette décision devant la cour d'appel de Turin notamment pour contester la régularité de la procédure. Le requérant a par ailleurs invoqué le fait qu'il n'avait pas participé à la commission du manquement. Toutes les requêtes ont été rejetées, mais le montant de la sanction pécuniaire a été réduit ; insatisfaits, ils se sont présentés devant la Cour de cassation italienne en invoquant une violation de l'article 111 de la Constitution qui consacre le droit au procès équitable, en s'appuyant sur une insuffisance de contradictoire lors de la procédure menée par la Consob. À nouveau, leurs arguments ont été écartés. Par la suite, ils ont fait l'objet de poursuites pénales qui les ont conduits devant le tribunal correctionnel de Turisn qui les a toutefois relaxés. Le ministère public s'est pourvu en cassation obtenant la condamnation de deux des individus, mais la cour d'appel de renvoi les a de nouveau relaxés. Un nouveau pourvoi devant la Cour de cassation a été exercé et alors que l'affaire était encore pendante, le requérant a décidé d'adresser une requête à la Cour européenne des droits de l'homme fondé sur la violation du principe « *ne bis in idem* » garanti par l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne.

712. L'assimilation de la procédure administrative devant la Consob à une accusation en matière pénale : Dans cette décision, la Cour européenne des droits de

l'homme a commencé par démontrer que la Consob statue sur « une accusation en matière pénale ». Selon elle, il s'agit d'une notion autonome dont les critères de reconnaissance ont été dégagés dans l'arrêt *Engel contre Pays-Bas*[1229]. Ceux-ci résident dans la nature de la disposition litigieuse, dans sa qualification juridique en droit interne, dans la nature et le degré de sévérité de la sanction qui l'accompagne. Les juges de Strasbourg expliquent ensuite que la mission de la Consob consiste à garantir la transparence et le fonctionnement régulier des marchés financiers au travers des infractions instituées par le texte unique en matière d'intermédiation financière. Aussi, l'article 187-*ter*, qui sanctionne les conduites de manipulation de marché, participe de cette protection de l'ordre public économique[1230], lequel constitue un intérêt collectif et général normalement protégé par le droit pénal[1231]. Ils ajoutent par ailleurs que la sanction administrative pécuniaire ne consiste pas à réparer un préjudice résultant de l'atteinte portée à l'intégrité du marché, mais bien une mesure à la fois répressive puisqu'elle est prononcée en réponse à la violation de l'une des dispositions du texte unique en matière d'intermédiation financière, et préventive en ce sens que la sanction est censée dissuader son auteur de réitérer le manquement administratif[1232]. Au vu de tous ces éléments, la Cour européenne décide que la Consob statue effectivement sur une accusation en matière pénale au sens de sa propre définition, ce qui n'apparaît pas incongru au regard de la mission attribuée à la Consob de préservation de l'épargne investie par les instruments financiers, laquelle constitue également la valeur sociale protégée expressément admise par la doctrine et la jurisprudence italiennes pour le délit pénal de manipulation de marché[1233].

713. La coloration pénale des sanctions prononcées par la Consob : La deuxième étape de la démonstration de la Cour européenne a consisté a établir que les sanctions administratives susceptibles d'être prononcées par la Consob possédent une coloration

[1229] CourE.D.H., 8 juin 1976, req. n° 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72 et 5370/72, *Engel contre Pays-Bas*.

[1230] § 96 de l'arrêt *Grande Stevens contre Italie*.

[1231] CourE.D.H., 27 septembre 2011, req. n° 43509/08, *Menarini Diagnostics S.r.l. contre Italie*.

[1232] La Cour indique dans le paragraphe 96 de l'arrêt *Grande Stevens contre Italie* que : « *les amendes infligées visaient pour l'essentiel à punir pour empêcher la récidive. Elles étaient donc fondées sur des normes poursuivant un but à la fois préventif, à savoir de dissuader les intéressés de recommencer, et répressif, puisqu'elles sanctionnaient une irrégularité* ».

[1233] Cf. le paragraphe consacré à la valeur sociale protégée des manipulations de marché au sein du second chapitre, du premier titre de la seconde partie, §§ 520-521, pp. 223-225 des présents travaux.

pénale. Pour cela, elle a rappelé les critères dégagés dans l'arrêt *Welch contre Royaume-Uni*[1234], utilisés pour vérifier si les mesures prononcées par un organe déterminé sont des peines. Comme pour la notion d'« accusation matière pénale », la Cour a développé une définition autonome pour l'établissement de laquelle elle s'accorde le droit « d'aller au-delà des apparences et d'apprécier elle-même si une mesure particulière s'analyse au fond en une 'peine' au sens de cette clause »[1235]. Les paramètres pris en compte correspondent au prononcé de la mesure « à la suite d'une condamnation pour une 'infraction' »[1236], « [à] la nature et [au] but de la sanction, [à] sa qualification en droit interne, [aux] procédures associées à son adoption et à son exécution, [ainsi qu'à] sa gravité »[1237]. Ils sont donc majoritairement issus des conditions permettant d'établir l'existence d'une accusation en matière pénale.

Les sanctions administratives infligées par la Consob le sont consécutivement à l'exercice de poursuites administratives fondées sur la violation des dispositions du texte unique en matière d'intermédiation financière. Par ailleurs, il a été expliqué dans le paragraphe précédent qu'elles poursuivaient un double but à la fois préventif et répressif. Même s'il est vrai qu'elles sont qualifiées d'administratives par le législateur, ces sanctions sont prononcées à la suite d'une procédure incluant un minimum de contradictoire, et au sein desquelles les personnes qui se voient imputer les manquements administratifs ont la possibilité de se faire assister par le conseil de leur choix. Enfin, leur sévérité ne fait aucun doute du fait des montants vertigineux qu'elles peuvent atteindre, à savoir 5 millions d'euros ou le triple ou le décuple des profits éventuellement réalisés, et parce que l'ensemble des profits réalisés est par ailleurs confisqué en sus du prononcé de l'amende[1238]. De plus, les auteurs de manipulations de marché peuvent également être frappés d'une interdiction temporaire de gestion, d'administration ou de contrôle d'une société cotée[1239]. Dès lors, la gravité des mesures mises en œuvre par la Consob dans le cadre de son pouvoir de sanction ne peut être remise en cause, et lesdites mesures entrent parfaitement dans la définition de la notion de « peines » au sens de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme.

[1234] CourE.D.H., 9 fév. 1995, req. n° 17440/90, *Welch contre Royaume-Uni.*

[1235] CourE.D.H., 22 juin 2000, req. n°s 32492/96, 32547/96, 32548/96, 33209/96 et 33210/96, *Coëme et autres contre Belgique*, § 145.

[1236] Cour.E.D.H., *Welch contre Royaume-Uni*, précité, § 28.

[1237] *Idem*.

[1238] § 97 de l'arrêt *Grande Stevens contre Italie*.

[1239] *Idem*.

Le raisonnement appliqué par cette dernière peut tout à fait être transposé aux sanctions susceptibles d'être infligées par l'Autorité des marchés financiers française, puisque, là encore, elles font suite à la commission d'infractions de nature administrative et atteignent un degré de sévérité incontestable, notamment du fait du montant très élevé de la sanction pécuniaire qui peut s'élever jusqu'à 100 millions d'euros, ou encore de la possibilité de radier définitivement l'auteur du manquement de la liste des professionnels agréés.

714. La portée du principe « *ne bis in idem* » devant la Cour européenne des droits de l'homme : Le principe « *ne bis in idem* » est consacré par l'article 4 du protocole additionnel n° 7[1240] à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'hommer et des libertés fondamentales[1241], lequel a été signé à Strasbourg le 22 novembre 1984 et est entré en vigueur le 1er novembre 1998. Le premier alinéa de cet article dispose que « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet Etat* ». Son alinéa 3 exclut la possibilité de prendre des mesures dérogatoires à la règle énoncée même « *en cas de guerre ou en cas d'autre danger public menaçant la vie de la nation* »[1242], ce qui en fait une règle d'application absolue[1243] à l'image de ce qui a été décidé pour le principe de légalité criminelle[1244].

[1240] Protocole n° 7 à la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales signé à Strasbourg, le 22 novembre 1984.

[1241] Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, signée à Rome le 4 novembre 1950.

[1242] Art. 15, I de la Convention européenne des droits de l'Homme.

[1243] Raphaële PARIZOT, « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174.

[1244] CourE.D.H., 22 nov. 1995, req. n° 20166/92, *S.W. contre Royaume-Uni* : la Cour européenne considère dans cette décision que « La garantie que consacre l'article 7 (art. 7), élément essentiel de la prééminence du droit, occupe une place primordiale dans le système de protection de la Convention, comme l'atteste le fait que l'article 15 (art. 15) n'y autorise aucune dérogation en temps de guerre ou autre danger publicontre Ainsi qu'il découle de son objet et de son but, on doit l'interpréter et l'appliquer de manière à assurer une protection effective contre les poursuites, les condamnations et sanctions arbitraires » (§ 34 de l'arrêt).
Frédéric SUDRE, Jean-Pierre MARGUENAUD, Joël ANDRIANTSIMBAZOVINA, Adeline GOUTTENOIRE, Michel LEVINET, *Les grands arrêts de la Cour européenne des Droits de l'Homme*, PUF, Coll. « Thémis droit », 5ème éd., 2009, p. 406.

715. La signification du principe « *ne bis in idem* » devant la Cour européenne des droits de l'homme : Depuis près de vingt ans maintenant, et après quelques hésitations, la Cour européenne des droits de l'homme considère en vertu d'une jurisprudence bien établie que l'appréciation de la conformité de la mise en œuvre de poursuites au principe « *ne bis in idem* » doit être réalisée en considération des faits objets de la poursuite, et non par rapport à la qualification juridique qui leur est attribuée. Par exemple, celle-ci expliquait dans un arrêt *Gradinger contre Autriche* que bien qu'elle « n'ignore pas que les dispositions en cause se distinguent non seulement sur le plan de l'appellation des infractions mais aussi sur celui, plus fondamental, de leur nature et de leur but » et qu'elle « relève en outre que l'infraction punie par l'article 5 du code de la route ne représente qu'un aspect du délit sanctionné par l'article 81 par. 2 du code pénal », « [...] les deux décisions litigieuses se fondent sur le même comportement. Partant, il y a eu violation de l'article 4 du Protocole n° 7 »[1245]. Plus récemment, la solution a été réaffirmée dans une décision en date du 10 février 2009, où elle rappelait que « l'article 4 du protocole n° 7 interdit, avant toute chose, une nouvelle condamnation basée sur la même conduite du prévenu »[1246], et dans un autre arrêt rendu le 30 avril 2015[1247].

Concernant les conséquences du principe, l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention interdit tant les nouvelles poursuites que les nouvelles sanctions dès lors qu'une décision d'acquittement ou de condamnation définitive a été prononcée, et seulement à partir de ce moment ; de ce fait, la mise en œuvre simultanée de deux procédures n'est pas prohibée tant que l'une ou l'autre n'a pas pris fin[1248]. Par exemple, la Cour a affirmé que « le but de l'article 4 du protocole n° 7 est d'interdire la

---

[1245] CourE.D.H., 23 oct. 1995, req. n° 15963/90, *Gradinger contre Autriche*, § 55 de l'arrêt.

[1246] Texte original : « ***The Court further recalls that Article 4 of Protocol No. 7 prohibits, among other things, repeated convictions based on the same conduct of the accused*** », *in* CourE.D.H., 7 juin 2007, n° 14939/03, *Sergueï Zolotoukhine contre Russie*, § 31 et Cour.E.D.H., gde ch., 10 fév. 2009, req. n° 14939/03, *Sergueï Zolotoukhine contre Russie*, § 82 : « En conséquence, l'article 4 du Protocole no 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde « infraction » pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes ».

[1247] CourE.D.H., 30 avr. 2015, req. n° 3453/12, 42941/12 et 9028/13, *Kapetanios et autres contre Grèce* : « La Cour rappelle que l'article 4 du Protocole no 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde « infraction » pour autant que celle-ci a pour origine des faits qui sont en substance les mêmes » (§ 62 de l'arrêt).

[1248] Raphaële PARIZOT, « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174.

réitération d'une procédure répressive qui s'est conclue par une décision définitive »[1249] et que « La garantie consacrée à l'article 4 du Protocole n° 7 entre en jeu lorsque de nouvelles poursuites sont engagées et que la décision antérieure d'acquittement ou de condamnation est déjà passée en force de chose jugée »[1250]. C'est bien la mise en œuvre d'une procédure pénale, consécutivement aux poursuites exercées par la Consob, qui était en cause dans l'arrêt *Grande Stevens contre Italie* du 4 mars 2014 comme le confirme le paragraphe 220 de l'arrêt qui reprend littéralement la formulation[1251] de la seconde décision *Serguei Zolotoukhine contre Russie* rendue par la grande chambre de la Cour européenne des droits de l'homme. Par la suite, la règle a été rappelée récemment dans l'arrêt *Kapetanios et autres contre Grèce* du 30 avril 2015, où les juges de Strasbourg réaffirmaient que « La garantie consacrée à l'article 4 du Protocole n° 7 entre en jeu lorsque de nouvelles poursuites sont engagées et que la décision antérieure d'acquittement ou de condamnation est déjà passée en force de chose jugée »[1252].

716. Présentation de la réserve émise par le gouvernement italien : Malgré le caractère absolu du principe « *ne bis in idem* », l'émission de réserves restait possible sur le fondement de l'article 57 de la Convention européenne. Le gouvernement italien a tenté d'invoquer celle qu'il avait émise au moment de la ratification du protocole additionnel n° 7, espérant ainsi anéantir le raisonnement de la Cour qui a conduit à conclure que la Consob statue sur une « accusation en matière pénale » et prononce des mesures qui peuvent être qualifiées de « peines ». La réserve qu'il avait formulée prévoyait que « *La République italienne déclare que les articles 2 à 4 du Protocole ne s'appliquent qu'aux infractions, aux procédures et aux décisions qualifiées pénales par la loi italienne* ». Elle rappelle incontestablement celle formulée par l'exécutif français, puisqu'elle est présentée de la façon suivante « *Le gouvernement de la République*

[1249] Texte original : « ***The Court reiterates that the aim of Article 4 of Protocol No. 7 is to prohibit the repetition of criminal proceedings that have been concluded by a final decision*** », *in* CourE.D.H., 7 juin 2007, n° 14939/03, *Sergueï Zolotoukhine contre Russie*, § 28.

[1250] Cour.E.D.H., gde ch., 10 fév. 2009, req. n° 14939/03, *Sergueï Zolotoukhine contre Russie*, § 83.

[1251] Le § 220 de l'arrêt *Grande Stevens contre Italie* explique que « La garantie consacrée à l'article 4 du Protocole n° 7 entre en jeu lorsque de nouvelles poursuites sont engagées et que la décision antérieure d'acquittement ou de condamnation est déjà passée en force de chose jugée ».

[1252] CourE.D.H., 30 avr. 2015, req. n° 3453/12, 42941/12 et 9028/13, *Kapetanios et autres contre Grèce*, § 63 de l'arrêt.

française déclare que seules les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale doivent être regardées comme des infractions au sens des articles 2 à 4 du présent Protocole »[1253]. Les réserves traduisent la volonté de certains États partis au Conseil de l'Europe de limiter le champ d'application du principe « *ne bis in idem* » aux infractions pénales « pures » et/ou aux procédures qui se déroulent devant des juridictions pénales au sens de leurs lois nationales, excluant par là-même de ce domaine toutes les transgressions relevant de la répression para-pénale : « Autrement dit, alors qu'en droit européen le principe *ne bis in idem* interdit une double poursuite ou condamnation pénale au sens européen de l'expression, dans certains droits nationaux, le principe n'interdit qu'une double poursuite ou condamnation pénale au sens strict »[1254].

717. L'inapplicabilité de la réserve émise par le gouvernement italien : La Cour européenne des droits de l'homme a posé des conditions d'admissibilité précises pour les réserves formulées par les États en marge de la Convention ou de ses protocoles. Ces critères avaient été utilisés dans un arrêt du 2 novembre 2010[1255] : selon les juges de Strabourg, pour être valide, la réserve « 1) doit être faite au moment où la Convention ou ses Protocoles sont signés ou ratifiés ; 2) doit porter sur des lois déterminées en vigueur à l'époque de la ratification ; 3) ne doit pas revêtir un caractère général ; 4) doit comporter un bref exposé de la loi visée »[1256]. Dès lors, la réserve italienne présentait quelques défauts, en ce sens qu'elle ne contenait pas de bref exposé des dispositions concernées et qu'elle visait l'ensemble des infractions et des juridictions pénales italiennes. Or, la Cour estime que la rédaction de la réserve doit pouvoir permettre de comprendre avec certitude quelles sont les limites du champ d'application de la réserve, et notamment les catégories de litiges visés et les juridictions concernées sans que la lecture de cette dernière puisse donner lieu à une divergence

[1253] L'Allemagne a également présenté une réserve qui indique dans son premier paragraphe que « *Par "infraction pénale" et "infraction" aux articles 2 à 4 du présent Protocole, la République fédérale d'Allemagne ne comprend que les actes qui sont des infractions pénales selon son droit* ». Il en était de même pour le Portugal qui l'avait rédigée ainsi : « *Par "infraction pénale" et "infraction", aux articles 2 et 4 du présent Protocole, le Portugal considère seulement les faits qui constituent une infraction pénale d'après son droit interne* ».

[1254] Raphaële PARIZOT, « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174.

[1255] CourE.D.H., 26 avr. 2005, req. n° 67723/01, *Poder et autres contre Estonie*.

[1256] § B, 2°, b) de la décision.

d'interprétations[1257]. Ces exigences invalident nécessairement les réserves formulées en des termes vagues ou imprécis, c'est-à-dire de façon générique. C'est à ce constat de non-conformité qu'arrivent les juges de Strasbourg, lorsqu'ils analysent la réserve proposée par le gouvernement italien et qu'ils considèrent qu'« On peut déduire du libellé de la réserve que l'Italie a entendu exclure du champ d'application de cette disposition toutes les infractions et les procédures qui ne sont pas qualifiées de « pénales » par la loi italienne » ; « il n'empêche qu'une réserve qui n'invoque ni ne mentionne les dispositions spécifiques de l'ordre juridique italien excluant des infractions ou des procédures du champ d'application de l'article 4 du Protocole n° 7, n'offre pas à un degré suffisant la garantie qu'elle ne va pas au-delà des dispositions explicitement écartées par l'État contractant »[1258]. Au vu de la formulation de la réserve française, il est largement concevable d'imaginer que celle-ci serait également déclarée non conforme aux exigences de l'article 57 de la Convention européenne des droits de l'homme, puisqu'elle vise de façon générale « les infractions » et « les tribunaux statuant en matière pénale », sans autre précision. Dès lors, une rédaction en des termes si vagues conduit à penser qu'elle serait également écartée par la Cour[1259].

718. La violation de l'article 4, du protocole additionnel n° 7 à la Convention par le cumul des poursuites administrative et pénale en matière boursière : Par conséquent, une fois qu'il avait été démontré que la Consob statue sur une « accusation en matière pénale » et que les sanctions qu'elle est susceptible d'infliger sont assimilables à des peines au vu du fondement de leur prononcé et de leur sévérité, la condamnation de l'Italie sur le fondement de la violation du principe « *ne bis in idem* » devenait inévitable. Le requérant avait en effet déjà été poursuivi par la voie administrative par la Consob et de ce fait, la procédure pendante devant la Cour de cassation italienne censée mettre fin aux poursuites pénales, aurait dû cesser après que la première procédure de sanction avait pris fin de façon définitive. Le gouvernement italien avait pourtant invoqué le fait que la forme pénale des manipulations de marché de l'article 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière exigeait une intention, qui n'était pas nécessairement requise pour le manquement administratif de

[1257] § 209 de l'arrêt *Grande Stevens contre Italie*.
[1258] § 210 de l'arrêt *Grande Stevens contre Italie*.
[1259] Raphaële PARIZOT, « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174.

l'article 187-*ter* du même texte, et que par ailleurs, les manœuvres frauduleuses visées dans l'infraction pénale devaient être susceptibles d'engendrer une altération sensible du cours des instruments financiers qu'elle concernent, alors que ce seuil de sensibilité n'est pas exigé pour le manquement correspondant. Les juges de Strasbourg ont malgré tout écarté l'argument en faisant application des principes ci-dessus rappelés et en considérant que l'application de l'une ou l'autre disposition du texte unique en matière d'intermédiation financière fait suite à la commission de fait matériels qui sont en substance les mêmes ce que confirme le paragraphe 219 de l'arrêt qui énonce que « La Cour rappelle que dans l'affaire Sergueï Zolotoukhine (précité, § 82), la Grande Chambre a précisé que l'article 4 du Protocole n° 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde « infraction » pour autant que celle-ci a pour origine des faits qui sont en substance les mêmes ».
Les similarités entre la Consob et l'Autorité des marchés financiers française, ainsi que les montants élevés des sanctions prononcées par cette dernière et les caractéristiques de la procédure suivie devant elle incitent à penser que le maintien du cumul des sanctions administratives et pénales en droit boursier français aurait été de nature à engendrer une condamnation de la France par la Cour européenne des droits de l'homme. Dès lors, le Conseil constitutionnel devait mettre fin à cette pratique, même s'il n'était pas contraint d'abroger le délit d'initié et les autres dispositions du Code monétaire et financier concernées par les questions prioritaires de constitutionnalité qui lui avaient été adressées[1260].

B- Le rejet vraisemblable du cumul des poursuites administrative et pénale par la Cour de justice de l'Union européenne

719. La portée de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne : L'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne

[1260] 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.

dispose que « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la loi* ». La notion de « *jugement pénal* » semble donc écarter toute décision qui ne serait pas rendue par une juridiction pénale *stricto sensu*. Seulement, les autorités administratives telles que l'Autorité des marchés financiers française et la Consob italienne, par nature, rendent des décisions de type administratif, suite à la mise en œuvre de poursuites de même nature et donnant lieu à des sanctions administratives au sens des droits nationaux, malgré la sévérité indéniable des sanctions susceptibles d'être prononcées. L'article 50 de la Charte aurait ainsi *a priori* un champ d'application plus restreint que celui de la notion de « *tribunal statuant sur une accusation en matière pénale* », posée par l'article 6, I de la Convention européenne des droits de l'Homme et dont la Cour de Strasbourg fait une interprétation autonome.

720. L'application du principe « *ne bis in idem* » au sein de la jurisprudence communautaire puis européenne : La Cour de Justice des Communautés européennes a eu l'occasion de statuer à plusieurs reprises sur différentes affaires impliquant l'application du principe « *ne bis in idem* », posé à la fois par l'article 54 l'Accord Schengen du 19 juin 1990[1261] et par l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

A titre d'exemple, et en premier lieu, dans une décision en date du 9 mars 2006, la juridiction européenne a statué sur une question préjudicielle concernant l'interprétation à donner à la disposition de l'Accord Schengen[1262] : l'article 54 de cette convention précise qu'« *Une personne qui a été définitivement jugée par une Partie contractante ne peut,* ***pour les mêmes faits****, être poursuivie par une autre Partie contractante, à condition que, en cas de condamnation, la sanction ait été subie ou soit actuellement en cours d'exécution ou ne puisse plus être exécutée selon les lois de la Partie contractante de condamnation* »[1263]. La question qui se posait était celle de savoir si la notion de « *mêmes faits* » devait s'entendre dans un sens matériel, c'est-à-dire par

[1261] Accord de Schengen du 19 juin 1990, publié en France par le décret n° 95-304 du 21 mars 1995 portant publication de la convention d'application de l'Accord de Schengen du 14 juin 1985 entre les gouvernements des Etats de l'Union économique Benelux, de la République fédérale d'Allemagne et de la République française relatif à la suppression graduelle des contrôles aux frontières communes, signée à Schengen le 19 juin 1990, *J.O.R.F.* n° 0069 du 22 mars 1995, p. 4441.

[1262] C.J.C.E., 9 mars 2006, n° C-436/04, *Van Esbroeck* ; *AJ pénal* 16 juin 2006, n° 6, p. 265, note Claire SAAS.

[1263] Mis en gras par nous.

référence à la conduite concrète mise en œuvre dans le cas d'espèce, ou de façon formelle, c'est-à-dire en fonction de la qualification juridique qui avait servi de fondement aux différentes poursuites. Dans cette affaire, la Cour de justice a estimé que « *le critère pertinent aux fins de l'application dudit article est constitué par celui de l'identité des faits matériels, compris comme l'existence d'un ensemble de faits indissociablement liés entre eux, indépendamment de la qualification juridique de ces faits ou de l'intérêt juridique protégé* »[1264]. Autrement dit, la juridiction européenne a adopté une conception matérielle de la notion de « *mêmes faits* », à l'image de la solution qui avait déjà été retenue par la Cour européenne des droits de l'homme dans un arrêt du 23 octobre 1995 *Gradinger contre Autriche*[1265]. Dès lors, la nature administrative ou pénale de l'infraction semblait importer peu.

En second lieu, concernant l'article 50 de la Charte des droits de l'Union européenne, lequel dispose que « *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la loi* », la Cour de justice a estimé que la règle « *ne bis in idem* » qu'elle consacre possède la nature de principe fondamental du droit communautaire, dont le juge doit garantir l'application[1266]. Cependant, la référence au « *jugement pénal définitif* » semblait au premier abord empêcher l'application du principe aux autorités administratives qui prononcent des sanctions administratives en matière boursière. Toutefois, la Cour de justice de l'Union européenne ayant aligné sa jurisprudence sur celle des juges de Strasbourg, en retenant des critères très proches de ceux dégagés par sa consœur pour qualifier une mesure de « peine » au sens du droit européen, a permis de lever l'obstacle lié à la formulation de la disposition de la Charte des droits fondamentaux.

721. L'application par la Cour de justice de l'Union européenne de la matière pénale à des sanctions fiscales : En premier lieu, dans une affaire *Lucasz Marcin Bonda* en date du 5 juin 2012[1267], la Cour de justice de l'Union européenne a fait siens les

[1264] § 42 de la décision de la décision de la Cour de justice de l'Union européenne du 9 mars 2006..

[1265] CourE.D.H., 23 oct. 1995, req. n° 15963/90, *Gradinger contre Autriche*, : CourE.D.H., 23 oct. 1995, req. n° 15963/90, *Gradinger contre Autriche*, § 55 de l'arrêt.

Cf. infra §§ 339, pp. 22, des présents travaux.

[1266] C.J.C.E., 15 ott. 2002, *Limburgse Vinyl Maatshappij et a.*, *Rec.*, I-8375, § 59.

[1267] C.J.U.E., gde ch., 5 juin 2012, n° C-489/10, *Lucasz Marcin Bonda*.

critères de la notion de « peine » dégagés par la Cour européenne dans sa propre jurisprudence : dans son paragraphe 37, la juridiction énumère trois critères qui résident dans « la qualification juridique de l'infraction en droit interne », « la nature même de l'infraction » et « la nature et le degré de sévérité de la sanction que risque de subir l'intéressé ». Elle explicite ensuite ces critères un à un. Selon elle, en l'espèce, le droit de l'Union européenne doit être assimilé au « droit interne » visé dans la jurisprudence des juges de Strabourg[1268]. Elle ajoute que le second critère vise à rechercher si la mesure prononcée en cas de violation de la règlementation poursuite une finalité répressive[1269]. Elle conclut en analysant les conséquences susceptibles de faire suite aux sanctions éventuellement infligées[1270]. En l'espèce, la Cour de justice refuse de qualifier les mesures apliquées au délinquant de « peines » en l'absence de but de sanction et au regard des faibles effets que le prononcé des mesures pourrait engendrer. Elle en décide autrement pour les sanctions fiscales qu'elle apprécie l'année suivante.

722. Le rejet non systématique des poursuites administrative fiscale et pénale par la Cour de justice de l'Union européenne : Un an après cette décision, la Cour de justice de l'Union européenne est amenée à se prononcer sur la qualification à conférer à des sanctions fiscales[1271]. Elle commence par affirmer qu'il importe peu que les États membres choisissent d'instituer des sanctions pénales, administratives ou de ces deux natures pour le non-respect des obligations déclaratives en matière de taxe sur valeur ajoutée[1272]. Elle ajoute toutefois qu'en application du principe « *ne bis in idem* », « ce n'est que lorsque la sanction fiscale revêt un caractère pénal, au sens de l'article 50 de la Charte, et est devenue définitive que ladite disposition s'oppose à ce que des poursuites pénales pour les mêmes faits soient diligentées contre une même

[1268] § 38 de la décision du 5 juin 2012.

[1269] § 39 de la même décision.

[1270] §§ 43-45 de la décision.

[1271] C.J.U.E., gde ch., 26 fév. 2013, n° C-617/10, *Åklagaren contre Hans Åkerberg Fransson*.

[1272] § 34 de la décision : « À cet égard, il convient de relever, tout d'abord, que l'article 50 de la Charte ne s'oppose pas à ce qu'un État membre impose, pour les mêmes faits de non-respect d'obligations déclaratives dans le domaine de la TVA, une combinaison de sanctions fiscales et pénales. En effet, afin de garantir la perception de l'intégralité des recettes provenant de la TVA et, ce faisant, la protection des intérêts financiers de l'Union, les États membres disposent d'une liberté de choix des sanctions applicables. Celles-ci peuvent donc prendre la forme de sanctions administratives, de sanctions pénales ou d'une combinaison des deux ».

personne »[1273]. Elle rappelle ensuite les critères qu'elle avait repris dans sa décision du 5 juin 2012 pour qualifier une mesure de peine. Elle conclut en répondant à la question préjudicielle qui lui est posée quant à la conformité d'un cumul de sanctions pénales et fiscales au regard de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne en estimant que « Le principe *ne bis in idem* énoncé à l'article 50 de la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ne s'oppose pas à ce qu'un État membre impose, pour les mêmes faits de non-respect d'obligations déclaratives dans le domaine de la taxe sur la valeur ajoutée, successivement une sanction fiscale et une sanction pénale dans la mesure où la première sanction ne revêt pas un caractère pénal, ce qu'il appartient à la juridiction nationale de vérifier »[1274].

723. Confrontation de la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne avec la décision de l'arrêt *Grande Stevens* rendu par la Cour européenne des droits de l'homme le 4 mars 2014 : La formulation de la solution dégagée par la Cour de justice dans sa décision du 26 février 2013, semble indiquer que l'impossibilité de cumuler les sanctions pénales et les sanctions administratives fiscales ne soit pas systématique : au contraire, les deux types de mesures répressives devraient pouvoir se cumuler dès lors que les secondes ne revêtent pas un caractère pénal à l'image des premières[1275]. Une telle solution pourrait être transposée à la matière boursière où se pose également la question des doubles poursuites et de la conformité de ce dispositif de sanction à la règle « *ne bis in idem* ». La Cour européenne des droits de l'homme, au sein de son arrêt du 4 mars 2014, a expressément affirmé que les sanctions infligées par la Consob italienne constituaient des « peines » au sens de la Convention, en vertu des critères qu'elle avait dégagés dans l'arrêt *Engel contre Pays-Bas* de 1976. De ce fait, et étant donné que la Cour de justice de l'Union européenne fait application de critères identiques pour vérifier que les sanctions qu'elle prescrit à l'égard des États membres revêtent un caractère pénal, il est certain que si la Cour de justice avait eu à statuer sur la nature des sanctions susceptibles d'être prononcées en matière boursière, elle aurait abouti à retenir leur caractère pénal.

[1273] § 34 de la décision du 23 fév. 2013.

[1274] § 37 de la même décision.

[1275] Raphaële PARIZOT, « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174.

Au vu de l'ensemble de la jurisprudence européenne et malgré leur rejet constant et obstiné de tous les arguments fondés sur le principe « *ne bis in idem* », les magistrats français et italiens n'ont eu d'autres choix que de renverser leur jurisprudence.

Paragraphe 3. Le bouleversement consécutif des répressions française et italienne des abus de marché

724. Les conséquences des décisions européennes sur les droits nationaux : La Cour de justice de l'Union européenne et la Cour européenne des droits de l'homme ont étendu par leur jurisprudence l'application de la règle « *ne bis in idem* » à la répression parapénale. Dès lors, l'Italie ayant vu son dispositif de sanction en matière boursière censuré de façon explicite, les magistrats n'avaient d'autre choix que de tenir compte de cette décision. La France n'avait pas encore été condamnée sur ce fondement ; toutefois au regard de la sévérité des sanctions prononcées par l'Autorité des marchés financiers, et du fait que la Cour européenne des droits de l'homme avait déjà décidé qu'elle statuait sur des accusations en matière pénale[1276], il était à prévoir qu'en l'absence de modification de sa jurisprudence, sa condamnation était imminente.

725. La réaction spécifique et différenciée des juridictions françaises et italiennes : De ce fait, les cours de cassation française et italienne ont toutes deux saisi le Conseil constitutionnel pour la première, et la Cour constitutionnelle pour la seconde, afin qu'ils statuent sur la conformité des règles de cumul de poursuites et de sanctions administratives et pénales en matière boursière. Alors que la première des deux juridictions à statuer dans le sens d'une abrogation du délit d'initié, de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier en ce qu'il autorise l'Autorité des marchés financiers à infliger des sanctions sur le fondement des manquements d'initié, et de l'article L. 621-16 du même code permettant aux juges pénaux d'imputer le montant de la sanction administrative prononcée au préalable par l'autorité sur celui de l'amende pénale, la Cour constitutionnelle italienne ne s'est pas encore prononcée sur la question. Toutefois, la motivation des décisions ayant abouti à la transmission des requêtes de légitimité constitutionnelle à cette dernière semble indiquer que les juridictions italiennes n'iront pas dans un sens identique à celui choisi par les magistrats français.

[1276] CourE.D.H., 19 mai 2009, req. n° 25041/07, *Messier contre France*.

A- La déclaration d'inconstitutionnalité française du cumul de sanctions

726. La saisine du Conseil constitutionnel par la Cour de cassation française : Le tribunal correctionnel de Paris fut la première juridiction à décider de faire remonter à la Cour de cassation les deux questions prioritaires de constitutionnalité posées par les personnes suspectées de délits d'initié qui avaient déjà fait l'objet de poursuites devant l'Autorité des marchés financiers, laquelle n'avait relevé aucun manquement à leur encontre[1277], et ce, par jugement du 3 octobre 2014. La chambre criminelle a finalement choisi de les renvoyer au Conseil constitutionnel par deux arrêts du 17 décembre 2014[1278]. Puis, une troisième saisine est intervenue par arrêt du 28 janvier 2015[1279]. La première question concernait l'article 6 du Code de procédure pénale qui pose le principe de l'autorité de la chose jugée et en décrit l'une des conséquences, à savoir la prescription de l'action publique. En vertu de l'application qui en était faite par les juridictions, en ce qu'elle autorisait des poursuites pénales après la mise en œuvre de poursuites par l'Autorité des marchés financiers, cette disposition était considérée par les requérants comme contraire aux articles 6 et 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, qui consacrent respectivement l'égalité de tous devant la loi et l'établissement de peines strictement nécessaires, « **ce qui inscrit dans la norme constitutionnelle la règle *non bis in idem*** »[1280]. La seconde question porte sur les articles L. 465-1, L. 466-1, L. 621-15-1, L. 621-16, L. 621-16-1 et L. 621-20-1 du Code monétaire et financier, qui seraient contraires aux articles 8 et 16 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen : étaient donc questionnée la légitimité de ces dispositions aux principes de stricte nécessité des peines qui a pour corollaire le principe *non bis in idem* et de séparation des pouvoirs et donc, par ricochet, à la bonne

[1277] Déc. AMF de la Commission des sanctions, 27 nov. 2009 contre MM Olivier Andries, Françosi AUqué, Fabrice Bregier, Charles Champion, Henri Courpron, Ralph Crosby Jr, Thomas Enders, Alain Flourens, Noël Forgeard, Jean-Paul Gut, Gustav Humbert, Jussi Itävuori, John Leahy Erik Pillet, Andreas Sperl, Thomas Williams, Stefan Zoller et des Sociétés EADS NV, Lagardère SCA et Daimler AG ; *Rev. sc. crim.* 15 mars 2010, n° 1, p. 158, obs. Frédéric STASIAK.

[1278] Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042, inédit et Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90043, inédit ; *Dr. soc.* mars 2015, n° 3, comm. 58, Renaud SALOMON ; *Gaz. Pal.* 24 janv. 2015, n° 24, pp. 17-20 ; *Dr. pén.* fév. 2015, n° 2, comm. 23 ; *D.* 8 janv. 2015, n° 1, pp. 7-8 ; *JCP E* 8 janv. 2015, n° 1-2, act. 3.

[1279] Cass. crim., 28 janv. 2015, n° 14-90049, inédit.

[1280] Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042, précité.

administration de la justice, à l'autorité de chose jugée, à la prohibition des dénis de justice. Alors que la chambre criminelle de la Cour de cassation rappelle que le Conseil constitutionnel a autorisé lui-même, dans sa décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989[1281], le cumul de sanctions administratives et pénales pouvant résulter de ce cumul de poursuites, dans certaines limites toutefois, elle utilise la notion de « *changement de circonstances* » pour saisir cette juridiction, au motif de la survenance de l'arrêt rendu par la Cour européenne des droits de l'Homme le 3 mars 2014, *Grande Stevens contre Italie*.

727. La décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 :[1282]: Le Conseil constitutionnel français a déclaré non conforme à la Constitution le cumul des sanctions pénales et administratives en matière d'abus de marché. Contrairement à la Cour européenne des droits de l'homme[1283], il ne s'est pas fondé sur le principe « *ne bis in idem* », mais lui a préféré la règle de nécessité et de proportionnalité des peines. Toutefois, avant de procéder à cette déclaration d'inconstitutionnalité, le Conseil des Sages a proposé divers critères afin de confronter la nature et les caractéristiques des deux séries de sanctions susceptibles d'être prononcées suite à la commission d'infractions boursières. Par conséquent, il convient en premier lieu de critiquer ce fondement (1) pour étudier en second lieu les critères mis en œuvre pour apprécier la conformité du système de répression des abus de marché aux principes de nécessité de proportionnalité des peines (2).

[1281] Cons. const., déc. n° 89-260 DC, 28 juillet 1989, cons. 22, *J.O.R.F.* du 1er août 1989, p. 9676, *Rec.* p. 71.

[1282] 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.

[1283] Raphaële PARIZOT, « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174.

1. Le principe de proportionnalité des peines comme fondement de la prohibition du cumul des sanctions pénales et administratives

728. Le choix d'un fondement distinct de celui de la Cour européenne des droits de l'homme : Le Conseil constitutionnel ne se réfère en aucun cas à la règle « *ne bis in idem* », mais préfère se fonder sur l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, lequel dispose que « *La loi ne doit établir que des peines strictement et évidemment nécessaires, et nul ne peut être puni qu'en vertu d'une loi établie et promulguée antérieurement au délit, et légalement appliquée* ». Cette disposition de valeur constitutionnelle rejoint le principe d'effectivité et de proportionnalité qui était posé à l'article 14 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1284] et réitéré à l'article 9 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1285]. Ce principe impose que la peine prononcée soit en adéquation avec la gravité de l'infraction commise, ainsi qu'en corrélation avec les qualités de l'auteur de l'infraction. En premier lieu, il rappelle que les principes de nécessité et de proportionnalité des peines ont un champ d'application qui couvre non seulement les sanctions pénales *stricto sensu*, mais aussi toute mesure ayant le caractère d'une punition[1286]. En second lieu, il ajoute que « le principe de nécessité des délits et des peines ne fait pas obstacle à ce que les mêmes faits commis par une même personne puissent faire l'objet de poursuites différentes aux fins de sanctions de nature administrative ou pénale en application de corps de règles distincts devant leur propre ordre de juridiction »[1287]. Toutefois, ce principe

[1284] 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.
L'article 14 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003 imposait la mise en place de sanctions administratives qui devaient être « *effectives, proportionnées et dissuasives* ».

[1285] 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.
L'article 9 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 dispose relativement aux personnes morales « *Les États membres prennent les mesures nécessaires pour qu'une personne morale déclarée responsable en vertu de l'article 8 soit passible de sanctions effectives, proportionnées et dissuasives* ».

[1286] Cons. const., déc. n° 2010-85 QPC, 13 janv. 2011, cons. 3, *J.O.R.F.* du 14 janv. 2011, p. 813, texte n° 123, *Rec.* p. 63 ; Const. const., déc. n° 2011-199 QPC, 25 nov. 2011, cons. 6 et 7, *J.O.R.F.* du 26 nov. 2011, p. 20016, texte n° 73, *Rec.* p. 555 ; Cons. const., déc. n° 2012-289 QPC, 17 janv. 2013, cons. 3, *J.O.R.F.* du 18 janv. 2013, p. 1294, texte n° 89, *Rec.* p. 106.

[1287] Considérant n° 19, 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

impose que le montant global des sanctions prononcées ne dépasse pas le maximum légal encouru le plus élevé[1288], à l'image de ce qui survient en cas de conduite unique susceptible de plusieurs qualifications pénales protégeant des valeurs sociales différentes. Afin de vérifier que les faits litigieux sont bien qualifiés selon des corps de règles distincts, le Conseil constitutionnel français a posé quatre critères : pour commencer, il vérifie que les différentes infractions, pénale et administrative, répriment les mêmes faits ; ensuite, il cherche à savoir si des infractions tendent ou non à préserver une même valeur sociale ; puis, il impose de contrôler la nature des sanctions faisant suite à la caractérisation des diverses infractions ; enfin, il s'intéresse aux règles applicables au sein des différents ordres juridiques susceptibles de connaître des faits réprimés. En application de ces critères, le Conseil constitutionnel conclut à une violation du principe de nécessité et de proportionnalité des peines pour le cumul des sanctions administratives et pénales en matière d'abus d'information privilégiée commis par des personnes autres que les professionnels mentionnés à l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier.

729. Le manque de pertinence dans l'application du fondement retenu : Il sera expliqué dans les paragraphes suivants[1289] comment ont été mis en œuvre les différents critères proposés par le Conseil constitutionnel ; toutefois, ce dernier aurait pu justifier autrement sa décision. Il est vrai qu'en France le principe « *ne bis in idem* » n'a pas de valeur constitutionnelle[1290] ; or, la question prioritaire de constitutionnalité impose une vérification de la conformité d'une disposition législative au regard des droits et libertés

---

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.

La même solution avait déjà été affirmée à plusieurs reprises : Cons. const., déc. n° 2004-505 DC du 19 nov. 2004, *Traité établissant une Constitution pour l'Europe*, *J.O.R.F.* du 24 nov. 2004, p. 19885, *Rec.*, p. 173 ; Cons. const. déc. n° 2014-423 QPC du 24 oct. 2014, *M. Stéphane R. et autres* (Cour de discipline budgétaire et financière), *J.O.R.F* n° 0249 du 26 oct. 2014, p. 17776, texte n° 40.

[1288] Cons. const., déc. n° 89-260 DC, 28 juil. 1989, cons. 22, *J.O.R.F.* du 1er août 1989, p. 9676, *Rec.* p. 71 ; Cons. const., déc. n° 2012-289 QPC, 17 janv. 2013, cons. 3, *J.O.R.F.* du 18 janv. 2013 p. 1294, texte n° 89, *Rec.* p. 106.

[1289] Cf infra §§ 787-790, pp. 413-417 des présents travaux.

[1290] Cristina MAURO, « *Ne bis in idem* : un tremblement de terre », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, p. 172 ; Jérôme BOSSAN, « Le cumul des poursuites appréhendé par le Conseil constitutionnel », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, p. 179.

que la Constitution garantit. Dès lors, le recours aux principes de nécessité et de proportionnalité des peines, consacré par l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen pouvait s'avérer justifié. Cet état de fait explique pourquoi le fondement retenu diffère de celui qui a été utilisé par la Cour européenne des droits de l'homme et par la Cour de justice de l'Union européenne. Néanmoins, le Conseil constitutionnel français aurait pu faire découler le principe « *ne bis in idem* » de celui de proportionnalité et de nécessité des peines, en le désignant comme son corollaire, et plus précisément comme un aspect consécutif ce dernier : en effet, dès lors que des poursuites, qu'elles soient de type administratives ou pénales, ont déjà été mises en œuvre, l'exercice de poursuites sous une autre forme apparaît-elle nécessaire ? La référence au principe « *ne bis in idem* » aurait également permis d'appréhender de façon explicite, non pas seulement le problème du cumul des sanctions administratives et pénales en matière boursière, mais également celui du cumul des poursuites exercées par l'autorité judiciaire et l'Autorité des marchés financiers. Malgré tout, la démarche du Conseil constitutionnel et son fondement apparaissent pertinents ; cependant, son application est beaucoup plus contestable.

2. Les critères déterminant la mise en œuvre de l'interdiction du cumul des sanctions pénales et administratives

730. L'identité admissible des faits réprimés : Le Conseil constitutionnel explique dans le considérant n° 24 de la décision que « Considérant que les dispositions contestées tendent à réprimer les mêmes faits ; que soit les délits et manquements d'initié ne peuvent être commis qu'à l'occasion de l'exercice de certaines fonctions, soit ils ne peuvent être commis, pour le délit d'initié, que par une personne possédant une information privilégiée 'en connaissance de cause' et, pour le manquement d'initié, par une personne 'qui sait ou qui aurait dû savoir' que l'information qu'elle détenait constituait une information privilégiée ; qu'il résulte de tout ce qui précède que les dispositions contestées définissent et qualifient de la même manière le manquement d'initié et le délit d'initié ». Il est vrai que les articles L. 465-1 du Code monétaire et financier et 622-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers sanctionnent les mêmes faits ; la seule différence réside dans un champ d'application plus étendu du manquement administratif, notamment du fait du

caractère plus large du cercle des initiés tertiaires qui comprend à la fois les personnes qui savent qu'elles détiennent une information privilégiée, catégorie également comprise dans le délit pénal, mais également les personnes « *qui auraient du savoir* » qu'elles étaient en possession d'une telle information, ces dernières n'étant pas incluses dans le champ de la répression pénale. Nous ne partageons pas l'opinion d'auteurs selon lesquelles la mention des personnes « *qui auraient du savoir* » qu'elles détiennent une information privilégiée autorise l'admission d'un abus d'information privilégiée non intentionnel[1291]. En effet, l'imprudence ou la négligence à laquelle se réfère cette expression est en lien direct avec la qualité d'initié, c'est-à-dire un élément purement objectif qui correspond à la condition préalable du manquement, et non à l'élément intellectuel constitutif de l'infraction. Dès lors, il n'est pas incohérent de reconnaître l'identité des faits susceptibles de donner lieu aux délit et manquement d'abus d'informations privilégiées.

731. L'application erronée du critère tiré de la valeur sociale protégée : En revanche, il ne semble pas correct d'affirmer que les valeurs sociales protégées par le délit et le manquement sont les mêmes[1292]. Or, c'est pourtant en ce sens que le Conseil des Sages s'est prononcé dans le considérant n° 25 de la décision, dans lequel il affirme que « Considérant, en deuxième lieu, que l'article L. 465-1 du code monétaire et financier relatif à la répression du délit d'initié est inclus dans un chapitre de ce code consacré aux 'infractions relatives à la protection des investisseurs' ; qu'aux termes de l'article L. 621-1 du même code, l'Autorité des marchés financiers veille à 'la protection de l'épargne investie' dans les instruments financiers, divers actifs et tous les autres placements offerts au public ; qu'ainsi, la répression du manquement d'initié et celle du délit d'initié poursuivent une seule et même finalité de protection

[1291] Frédéric STASIAK, « La bulle constitutionnelle est-elle en passe d'éclater ? », *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. sous 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).
Dans le même sens, en doctrine italienne, Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2nda ed., 2013, pp. 132-133 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, pp. 404-405 ; Enrico Mario AMBROSETTI, Enrico MEZZETTI, Mauro RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3nda ed., 2012, p. 250.

[1292] V. en ce sens, Frédéric STASIAK, « La bulle constitutionnelle est-elle en passe d'éclater ? », *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. sous 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).

du bon fonctionnement et de l'intégrité des marchés financiers ; que ces répressions d'atteintes portées à l'ordre public économique s'exercent dans les deux cas non seulement à l'égard des professionnels, mais également à l'égard de toute personne ayant utilisé illégalement une information privilégiée ». Or, il semblerait que le délit pénal tende davantage à préserver l'égalité des investisseurs face à l'information financière, alors que le manquement administratif cherche à préserver le fonctionnement régulier des marchés financiers, qui peut notamment se traduire par l'équité informationnelle lors des conditions de négociations[1293], mais pas seulement.

732. L'assimilation cohérente des sanctions administratives et pénales posées en matière boursière : À l'image de ce que la Cour européenne des droits de l'homme et la Cour de justice de l'Union européenne ont considéré, les sanctions administratives et les peines prononcées en matière boursière peuvent être assimilées l'une à l'autre. Cette solution s'expliquerait, selon les explications fournies par le Conseil constitutionnel dans le considérant 26 de la décision, par le montant de la sanction pécuniaire administrative près de six fois plus important que celui de l'amende pénale et par la possibilité, commune au juge pénal et à l'Autorité des marchés financiers, de moduler une telle sanction en fonction des circonstances de l'infraction notamment. Le fait que l'emprisonnement soit l'apanage des juridictions répressives de l'ordre judiciaire n'ôte pas aux mesures administratives de sanction leur sévérité indiscutable.

733. La mise en œuvre singulière et criticable du critère de l'ordre juridictionnel compétent pour prononcer la sanction : Le Conseil constitutionnel achève son raisonnement, en précisant dans les considérants 27 et 28 de la décision, que les initiés tertiaires et autres personnes qui n'appartiennent pas aux catégories visées à l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier, ne relèvent pas de corps de règles distincts, en ce sens que l'exercice des voies de recours à l'encontre des jugements des tribunaux correctionnels comme celui mis en œuvre contre les décisions de l'Autorité des marchés financiers sont de la compétence exclusive des juridictions de l'ordre judiciaire[1294]. Une telle position sous-entend qu'à l'inverse, les professionnels évoqués,

[1293] Cf. *supra* 790 des présents travaux.

[1294] Les décisions de l'Autorité des marchés financiers peuvent être contestées par les non professionnels devant la Cour d'appel de Paris et la chambre commerciale de la Cour de cassation ; de même, l'appel

c'est-à-dire principalement les conseillers en investissement financier, les prestataires de services d'investissement et conseillers en investissement participatif, relèvent de corps juridiques distincts, puisque lorsqu'ils commettent des délits d'abus d'information privilégiée, les recours qu'ils mettent en œuvre relèvent de la compétence des autorités judiciaires, alors que ceux exercés à l'encontre des décisions prononcées par l'Autorité des marchés financiers doivent être examinés par le Conseil d'État.

734. La solution consécutive du Conseil constitutionnel français : Au vu de l'ensemble de ces constatations, le Conseil constitutionnel conclut à la violation du principe de proportionnalité et de nécessité des peines par le cumul des sanctions administratives et pénales prononcées à l'encontre des personnes qui n'appartiennent pas aux différentes catégories de professionnels mentionnés à l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier. C'est pourquoi il prononce l'abrogation du délit d'initié, des dispositions législatives permettant à l'Autorité des marchés financiers d'exercer son pouvoir de sanction à l'égard des personnes non professionnelles en cas de commission d'un tel manquement, ainsi que l'article L. 621-16 du même code, qui permet au juge pénal de tenir compte de la sanction pécuniaire antérieurement prononcée par l'autorité française afin de déterminer le montant de l'amende qu'il souhaite infliger. Cependant, du fait des conséquences manifestement excessives qu'une telle décision entraîne, les effets de l'abrogation sont reportés au 1er septembre 2016 ; néanmoins, dans l'attente de l'élaboration d'une réforme par le législateur, tout cumul de poursuites est interdit : dès lors, si l'Autorité des marchés financiers a exercé son pouvoir à l'encontre d'un auteur d'abus d'informations privilégiées, les autorités judiciaires ne peuvent plus exercer aucune poursuite ; il doit en être de même dans la situation inverse, lorsque le Ministère public a mis en mouvement l'action publique, préalablement à l'Autorité des marchés financiers.

735. Le caractère regrettable de la solution retenue par le Conseil constitutionnel français : Le choix opéré par le Conseil constitutionnel est critiquable pour plusieurs raisons. En premier lieu, saisi de questions prioritaires de constitutionnalité qui portaient sur les seuls abus d'informations privilégiées, une telle décision n'est pas

interjeté et le pourvoi en cassation mis en œuvre en matière pénale sont de la compétence des juridictions de l'ordre judiciaire, dont la chambre criminelle de la Cour de cassation.

applicable en principe aux autres abus de marché, ce qui crée une disparité de régime de sanction entre ces infractions et les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours. En deuxième lieu, cette solution semble contraire au principe d'égalité de tous devant la loi[1295], en ce sens qu'elle semble autoriser un cumul des sanctions administratives et pénales pour les professionnels de l'article L. 621-9 qui relèvent de deux corps juridiques distincts, et les autres personnes qui sont toutes soumises aux juridictions de l'ordre judiciaire. Enfin, la solution aboutit à la disparition du délit d'abus d'informations privilégiées, au moment où l'Union européenne impose la pénalisation des abus de marché par la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1296].

B- Le rejet du cumul de poursuites par de la Cour de cassation italienne

736. Les requêtes de légitimité constitutionnelle relatives aux dispositions applicables aux abus d'informations privilégiées : Par une décision de la cinquième section pénale de la Cour de cassation italienne, rendue le 7 novembre 2014[1297], la Cour constitutionnelle italienne s'est vue saisir de deux requêtes de légitimité constitutionnelle. La première concerne l'article 187-*bis*, alinéa 1er du texte unique en matière d'intermédiation financière et consiste à se demander si cette disposition, qui réprime le manquement administratif d'abus d'informations privilégiées, doit être interprétée autrement. Plus particulièrement, la question qui se pose de savoir est celle de la manière dont doit être comprise l'incise qui ouvre la disposition : les requérants proposent de l'interpréter d'une manière à consacrer la subsidiarité de la procédure administrative de sanction, en lieu et place du cumul actuel condamné par la Cour européenne des droits de l'homme. Cela impliquerait que cette incise soit comprise dans le sens d'« *A l'exception des hypothèses dans lesquelles la conduite constitue un délit* »[1298],

---

[1295] Frédéric STASIAK, « La bulle constitutionnelle est-elle en passe d'éclater ? », *RLDA* juin 2015, n° 105, obs. sous 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).

[1296] 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.

[1297] Cass. pen. sez. V, 10 nov. 2014, n. 1782, *C.C.R*.

[1298] Texte original : « *Salvo che il fatto costituisca reato* », *in* Cass. pen. sez. V, 10 nov. 2014, n. 1782, *C.C.R*., §§ 2.3 et 5.1.

en remplacement de la formulation actuelle qui consiste à dire « *Sans préjudice des sanctions pénales lorsque le fait constitue une infraction pénale* »[1299]. La seconde requête de légitimité constitutionnelle, subsidiaire, concerne l'article 649 du Code de procédure pénale italien qui selon les requérants, devrait inclure dans la notion de « décisions pénales », celles qui sont adoptées suite à une procédure administrative et qui sont susceptibles de donner lieu à des sanctions de même nature. La Cour de cassation déclare les deux requêtes pertinentes et ne les considère pas mal fondées[1300], ce qui l'incite à saisir la Cour constitutionnelle italienne.

737. La saisine de la Cour constitutionnelle italienne relativement au délit et au manquement de manipulations de marché des articles 185 et 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière : Une seconde décision rendue le 21 janvier 2015 par la section fiscale de la Cour de cassation italienne[1301] a abouti à la saisine de la Cour constitutionnelle italienne relativement aux infractions de manipulations de marché prévues dans leur forme administrative et pénale aux articles 185 et 187-*ter* du texte unique en matière d'intermédiation financière. La requête adressée à la juridiction qui statuera sur l'interprétation à conférer aux dispositions est différente de celle formulée dans la décision précédente. La section fiscale précise qu'« Il est demandé à la Cour constitutionnelle de vérifier si le principe '*ne bis in idem*' consacré par la Cour européenne des droits de l'homme interdit tout court de sanctionner par le biais des différents procès deux fois le même fait, empêchant ainsi l'État membre de mettre en œuvre une sanction administrative de coloration pénale en présence d'une sanction pénale prononcée pour les mêmes faits, et vice versa, et ainsi de vérifier si la prévision abstraite d'une sanction pénale suffit à rendre illégitime la sanction administrative successive, qui elle aussi possède une nature pénale, ou au contraire si en tout état de cause, dans la détermination de la sanction pénale, il est nécessaire de tenir compte de la sanction administrative, en application des principes d'effectivité et de proportionnalité »[1302]. Elle ajoute ensuite

[1299] Texte original : « *Salvo le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato* », *in* Cass. pen. sez. V, 10 nov. 2014, n. 1782, *C.C.R.*, §§ 2.4 et 5.2.

[1300] Cass. pen. sez. V, 10 nov. 2014, n. 1782, *C.C.R.*, § 7.

[1301] Cass. civ. sez. trib., 21 genn. 2015, n. 950.

[1302] Texte original : « *Si chiede anche alla Consulta di verificare se il principio del "ne bis in idem" sancito dalla Convenzione Europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo (Cedu), vieti tout court di sanzionare, in diversi processi, due volte lo stesso illecito, impedendo allo stato membro di comminare una violazione*

qu'« en conclusion, la requête de légitimité constitutionnelle relative à l'article 187-*ter*, alinéa 1 du décret législatif n° 58 de 1998 est déclarée pertinente et n'est pas manifestement mal fondée, au regard de la décision de la Cour européenne des droits de l'homme du 24 mars 2014, qui a retenu que les sanctions administratives prévues par les normes applicables aux abus de marché doivent être considérées comme de nature pénale, abstraction faite de leur qualification formelle en droit interne » ; ces dispositions doivent être examinées par la Cour constitutionnelle « du fait d'une contrariété [possible] à l'article 117, alinéa 1 de la Constitution, également à la lumière des articles 2 et 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention européenne des droits de l'homme et des libertés fondamentales ». L'illégitimité pourrait résulter de « la possibilité d'infliger conjointement la sanction pénale prévue par l'article 185 du décret législatif n° 58 de 1998 et la sanction administrative prévue pour le manquement de l'article 187-*ter* du même décret législatif, violant ainsi les dispositions contraignantes résultant d'obligations internationales en raison du caractère définitif de la décision du Tribunal de Rome n° 24796/08 du 10 décembre 2008, ayant force de chose jugée à l'égard des requérants »[1303]. Du fait de la transmission de ces questions de légitimité constitutionnelle à la Cour, la section fiscale décide de surseoir à statuer sur l'affaire dont elle est saisie.

La décision du Conseil constitutionnel français ayant rejeté la possibilité de cumuler les sanctions administratives et pénales pour les non professionnels qui commettent des abus d'informations privilégiées, ainsi que les décisions de la Cour constitutionnelle en

---

amministrativa di natura penale in presenza di una sanzione penale per gli stessi fatti, o viceversa, e quindi se sia sufficiente l'astratta comminatoria di una sanzione penale a rendere illegittima la successiva sanzione amministrativa, sempre che abbia natura penale, oppure se debba, comunque, tenersi conto, nella determinazione della sanzione amministrativa, della sanzione penale, in ossequio ai principi di effettività e proporzionalità », *in* Cass. civ. sez. trib., 21 genn. 2015, n. 950.

[1303] Texte original : « ***Conclusivamente, va dichiarata rilevante e non manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale riguardante il D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 187 ter, punto 1, alla luce della sentenza della Corte EDU del 4 marzo 2014, che ha ritenuto che le sanzioni amministrative previste dalla disciplina italiana sugli abusi di mercato siano da considerarsi "penali", a prescindere dalla loro qualificazione formale nel diritto interno, per contrasto con l'art. 117 Cost., comma 1, anche alla luce degli artt. 2 e 4 del Protocollo n. 7 della Convenzione Europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, nella parte in cui, prevedendo la comminatoria congiunta della sanzione penale prevista dal D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 185, e della sanzione amministrativa prevista per l'illecito di cui all'art. 187 ter, D.Lgs. cit., violando i vincoli derivanti dagli obblighi internazionali, in ragione della definitività della sentenza del Tribunale di Roma n. 24796/08 del 10.12,2008, passata in giudicato nei confronti delle parti ricorrenti*** », *in* Cass. civ. sez. trib., 21 genn. 2015, n. 950.

attente relativement à l'ensemble des abus d'informations privilégiées et des manipulations de marchés italiens ont engendré une destruction du système de double répression des abus de marché. Dès lors, il convient de nous demander quelles mesures pourraient être mises en œuvre, afin de réorganiser les dispositifs de lutte en la matière sans laisser de côté la question de l'indemnisation des vicitmes d'infractions boursières.

Section 2. La reconstruction inéluctable du système de sanction des abus de marché français et italien

738. La création souhaitable d'un système de répression des abus de marché conforme aux valeurs sociales protégées par ces infractions : Tout au long de ces travaux, il a été démontré que les abus de marché tendent à préserver diverses valeurs sociales et poursuivent des finalités différentes. Les délits pénaux d'abus d'informations privilégiées ont pour objectif de préserver l'équité des investisseurs face à l'information financière et d'empêcher que certains individus en situation d'avantage informationnel profitent de leur situation pour réaliser des transactions boursières sur les marchés. Quant aux infractions pénales de manipulations de marché, elles participent non seulement de la garantie du correct processus de formation des cours, par le jeu de la libre confrontation de l'offre et de la demande, mais aussi de la bonne information du public par le biais de l'incrimination des diffusions d'informations fausses ou trompeuses. Les manquements administratifs correspondant à toutes ces infractions ont davantage été institués dans le but de permettre aux autorités de surveillance des marchés, à savoir l'Autorité des marchés financiers et la Consob, de pouvoir exercer de façon effective leur mission de surveillance des marchés financiers, en leur permettant ainsi de veiller au correct fonctionnement de ces derniers et à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers. Il y a donc une opposition entre les infractions pénales qui tendent à protéger l'ordre public économique au travers des garanties offertes à chacun des investisseurs, et les manquements administratifs qui paraissent préserver de façon collective et objectivement la fonction économique des marchés financiers, par le biais d'interdictions destinées à en garantir l'efficacité et la transparence[1304]. Dès lors, les sanctions instituées en cas de commission d'abus de

[1304] C'est ce que confirme l'Autorité des marchés financiers dans son rapport publié en mai 2015 en vue d'une réforme des procédures de sanction en matière d'abus de marché lorsqu'elle affirme que « La voie

marché doivent respecter ces finalités, et être articulées au regard des fonctions distinctes du droit pénal et du droit administratif répressif.

Paragraphe 1 : Les suggestions doctrinales et communautaires, des mesures incertaines

739. L'absence de consensus sur le modèle à adopter : L'étude de l'ensemble des propositions effectuées par les diverses composantes institutionnelles démontre l'absence de volonté unitaire quant aux modalités de réforme des dispositifs de lutte contre les abus de marché. Les suggestions émanent de personnes diverses, telles que les autorités de surveillance des marchés elles-mêmes, les commissions ou groupes de travail sollicités par les autorités exécutives ou législatives, les sénateurs, ou encore les auteurs de doctrine, universitaires ou praticiens. La doctrine depuis un temps déjà préconisait de mettre fin au cumul des poursuites administratives et pénales en matière d'abus de marché ; la France et l'Italie n'ont aujourd'hui plus le choix que d'évoluer, leur système de répression ayant été censuré. Il convient dès lors d'émettre à notre tour des propositions, en tenant compte des diverses suggestions émises dans les deux États membres de l'Union européenne. Le système proposé devrait être envisagé de façon à ce qu'il puisse être étendu à tout État de l'Union au vu de l'intervention croissante de cette dernière dans la répression des infractions boursières. Pour ce faire, il convient de rejeter la suppression de l'une ou l'autre forme de répression (A) pour ensuite étudier la possibilité d'articuler entre elles les poursuites administartives et pénales (B).

A- La suppression de l'une des deux procédures de sanction, une solution peu convaincante

740. La nécessité de conserver les procédures administrative et pénale en matière boursière : Yvonne MULLER affirmait il y a moins de dix ans que « Sortir de l'espace

---

pénale doit en effet être réservée aux infractions les plus graves et sanctionner plus sévèrement des intentions fautives ou dolosives qui heurtent les valeurs du groupe social. De son côté, la répression administrative doit, grâce à des manquements larges et plus objectifs sanctionner des comportements portant atteinte au bon fonctionnement des marchés », Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 20.

pénal permet […] d'éviter une réprobation publique, inutile et néfaste à la vie des affaires d'autant plus que la réputation, l'image sont, dans la vie des affaires, de véritables valeurs économiques »[1305]. De nombreux auteurs ou organismes ont en effet remis en cause la légitimité de l'intervention du droit pénal en matière économique et financière. Il est vrai que la question pourrait se poser, à la fois en France et en Italie, au regard de la fonction d'*extrema ratio* qui caractérise le droit pénal, et qui limite son intervention à la répression des comportements qui ne sont pas susceptibles d'être enrayés par des sanctions d'autres natures, telles que civiles ou administratives par exemple. Cependant, deux facteurs au moins poussent à conclure que le droit pénal a toute sa place en matière de répression des abus de marché. D'une part, les autorités européennes ont constaté elles-mêmes l'insuffisance de la répression administrative qu'elles avaient instituée par la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003[1306], ce qui les a conduites à adopter les deux textes européens du 16 avril 2014, dont la directive n° 2014/57/UE[1307] qui impose l'institution de sanctions pénales par les États membres, et notamment des peines privatives de liberté dont le maximum légal encouru ne peut être inférieur à quatre années. D'autre part, les manquements administratifs et les infractions pénales ne protègent pas les mêmes valeurs sociales, et par conséquent, ne poursuivent pas les mêmes finalités. Dès lors, un maintien des juridictions pénales en la matière s'avère donc judicieux. Pour autant, il n'apparaît pas non plus opportun de supprimer la compétence des autorités administratives de surveillance des marchés qui sont les plus à même, du fait de leur mission de contrôle et de surveillance, de détecter les abus de marché commis sur les différentes plateformes de négociations et de réagir promptement face à ces violations. Suite à ces remarques préliminaires, la présentation des avantages de la procédure pénale de sanction (1) précèdera celle des qualités de la procédure administrative (2).

[1305] Yvonne MULLER, « La dépénalisation de la vie des affaires ou… de la métamorphose du droit pénal », *AJ pén.* 18 fév. 2008, n° 2, p. 63.

[1306] 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.

[1307] 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.

1. Les éléments en faveur d'une répression pénale

741. Les fortes garanties processuelles : La procédure pénale de sanction des abus de marché présente l'avantage de garantir aux personnes poursuivies l'ensemble des dispositions applicables au procès pénal, notamment en ce qui concerne les dispositions relatives au droit à un procès équitable et aux droits de la défense, garantie par l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme, par l'article préliminaire du Code de procédure pénale français, et par l'article 111 de la Constitution italienne. Malgré le renforcement continuel ces dernières années des règles processuelles devant les autorités administratives de sanctions, des insuffisances ont pu être mises en relief encore très récemment, comme le confirme la décision de la Cour de Strasbourg du 4 mars 2014 qui a constaté que la procédure suivie devant la Consob italienne ne répondait pas aux exigences qui découlent de l'article 6 de la Convention même si l'exercice des voies de recours permet de compenser les imperfections du système[1308].

742. La possibilité pour le juge pénal de statuer sur les intérêts civils des victimes d'infractions boursières : Un autre avantage considérable de la procédure pénale résulte du fait que les victimes d'infractions boursières peuvent voir indemnisé leur préjudice devant cette juridiction. S'il est vrai que la lenteur des procédures pénales[1309] peut dissuader les victimes de demander réparation devant de telles juridictions, les obstacles probatoires existant devant les juridictions civiles, du fait de l'obligation pour les victimes de démontrer de caractériser l'existence d'un préjudice mais surtout d'un lien de causalité entre ce dernier et les infractions boursières, apparaissent encore plus dissuasives pour les personnes qui ont été victimes d'infractions boursières, qui devant les juges répressifs peuvent au moins profiter des preuves rassemblées par l'accusation. Néanmoins, les difficultés des victimes françaises ont été prises en compte récemment par le législateur, qui leur permet aujourd'hui d'obtenir certains documents élaborés par l'Autorité des marchés financiers et de les utiliser à l'appui de leurs prétentions : l'article L. 621-12-1 du Code monétaire et financier, inséré par la loi n° 2014-1662 du 30

[1308] 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, § 139.

[1309] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 14.

décembre 2014[1310] dispose en effet que « *L'Autorité des marchés financiers peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice qui en fait la demande les procès-verbaux et les rapports d'enquête ou de contrôle qu'elle détient dont la production est utile à la solution du litige* ». Une telle faculté constitue une aide considérable pour les victimes d'infractions boursières, qui souvent ne possèdent ni les compétences, ni les moyens matériels pour établir la corrélation entre le préjudice qu'elles ont subi et le comportement à l'origine de ce dommage.

743. La spécialisation des juridictions pénales françaises : Par ailleurs il a souvent été reproché aux juridictions pénales de ne pas être spécialisées. Depuis la loi du 6 décembre 2013[1311], le procureur de la République financier constitue un membre du parquet spécialisé dans la délinquance économique et financière. Il est entouré de nombreux collaborateurs parmi lesquels figurent des anciens membres de l'Autorité des marchés financiers. Cette nouveauté ne suffit évidemment pas à remplacer l'expertise des agents de l'autorité administrative. Cependant l'amélioration des enquêtes pénales devient envisageable avec cette nouvelle institution qui malheureusement ne possède pas d'équivalent en Italie, même si les autorités peuvent s'aider de la brigade financière.

2. Les éléments en faveur d'une répression administrative

744. La souplesse et l'efficacité de la procédure administrative : Pour commencer, les autorités de surveillance des marchés tels que l'Autorité des marchés financiers et la Consob, emploient parmi leurs collaborateurs des professionnels de la finance, qu'ils soient analystes ou anciens prestataires de services d'investissement, et qui par conséquent connaissent les instruments financiers ou autres produits échangés, les pratiques régulièrement mises en œuvre par les différents opérateurs et intervenants, ainsi que les signaux susceptibles de révéler des comportements anormaux ou illicites. Elles sont donc les plus à même d'identifier les infractions boursières, par opposition aux autorités judiciaires qui n'en seront informées que suite à des dommages

[1310] 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.
[1311] Loi organique n° 2013-1115 du 6 décembre 2013 relative au procureur de la République financier, *J.O.R.F.* n° 0284, 7 déc. 2013 p. 19939 et Loi n° 2013-1117 du 6 déc. 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale la grande délinquance économique et financière, *J.O.R.F.* n° 0284, 7 déc. 2013, p. 19941

considérables causés au marché ayant entraîné d'innombrables victimes, ou dans l'hypothèse la plus probable encore, d'une information transmise par lesdites autorités de surveillance. Par ailleurs, le formalisme des procédures administratives de sanction est moins développé que devant les juridictions répressives de l'ordre judiciaire. Cette souplesse processuelle, qui n'en écarte pas moins de nombreuses règles transposées de la matière pénale[1312], permet de favoriser le prononcé rapide des sanctions administratives qui marqueront donc davantage l'auteur des manquements boursiers[1313]. Enfin, la spécialisation des autorités contribue au prononcé de sanctions appropriées[1314], exclusivement destinées à enrayer la mise en œuvre de comportements nuisibles à la vie des affaires, dans le but d'assainir les différentes professions relatives à la matière économique[1315].

745. La diminution de la pertinence de l'unicité des solutions retenues grâce à la mise en œuvre de la procédure administrative de sanction : Pierre-Henri CONAC considérait en 2002 que la répression administrative permettait de regrouper l'ensemble du contentieux devant un seul et même organe, la Commission des

---

[1312] V. à titre d'exemples, pour une étude des procédures applicables aux autorités de marché : Mohamad MOHYEDDIN, *Les procédures appliquées à la répression des infractions boursières. Une étude comparée en droit français et syrien*, Thèse : droit, Poitiers, 2011 ; Charles ARSOUZE, *Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Joly éditions (Lextenso Editions), 2009 ; Frédéric STASIAK, *Nature des autorités de pouvoir de régulation à pouvoirs répressifs et garanties fondamentales de la personne,* Thèse dactyl. : droit privé, Nancy, 1995 ; Sylvie THOMASSET-PIERRE, *L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales*, Thèse : droit privé, Lyon, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 393, 2003 ;

[1313] Pierre-Henri CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 386, 2002, p. 111.

[1314] Les sanctions prononcées par l'Autorité des marchés financiers sont bien plus élevées que celles infligées par les juridictions répressives : Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 6.

[1315] Par exemple, estime Yvonne MULLER que « Le transfert du pouvoir répressif peut également se faire au profit d'autorité administrative, soit par l'intermédiaire d'une direction particulière comme la DGCCRF, soit par l'intermédiaire des autorités administratives indépendantes, notamment l'Autorité des marchés financiers. Dans ce cas, la dépénalisation marque un rétrécissement de l'intervention judiciaire au profit de fonctionnaires spécialisés dont on admet, par ailleurs, plus aisément qu'ils échappent aux formes possibles de politisation de la justice. La sanction principale sera essentiellement pécuniaire », *in* Yvonne MULLER, « La dépénalisation de la vie des affaires ou… de la métamorphose du droit pénal », *AJ pén.* 18 fév. 2008, n° 2, p. 63.

opérations de bourse[1316]. De ce fait, elle traitait de l'ensemble des infractions boursières de type administratif et assurait ainsi la cohérence des décisions rendues en la matière. Aujourd'hui, en France, le risque de l'éclatement des compétences en matière boursière au sein de l'ordre judiciaire a disparu puisque le procureur de la République financier, ainsi que les juridictions d'instruction et de jugement de Paris disposent d'une compétence exclusive en matière d'abus de marché[1317]. Au contraire, en Italie, cette multiplicité de juridictions perdure pour le moment mais il convient de rappeler que toute harmonisation des solutions rendues en matière boursière n'est pas impossible, du fait de la fonction unificatrice de la Cour de cassation[1318].

746. L'adaptabilité majeure des dispositions administratives règlementaires : Pour finir, l'institution de manquements administratifs se révèle très précieuse d'un point de vue de la nécessité d'adapter le droit aux évolutions des pratiques de la vie des affaires. Les infractions administratives créées par les autorités de surveillance des marchés le sont par voie réglementaire, et de ce fait, la modification des dispositions en vigueur peut être rapide du fait de la souplesse de leur procédure d'adoption. En cela, elle s'oppose aux dispositions législatives de nature pénale, qui impliquent nécessairement l'adoption des textes par le Parlement, ce qui peut se révéler parfois extrêmement long. Toutefois, les dispositions législatives sont précédées de débats parlementaires, en principe destinés à s'assurer de la cohérence de la nouvelle réforme qui est censée être basée sur de nombreuses réflexions et études ayant permis d'écarter les solutions les moins adaptées et de retenir celles qui présentent un maximum d'avantages au regard des difficultés constatées lors de l'application des dispositions en vigueur.

Au regard de toutes ces constatations, il n'apparaît pas judicieux de supprimer la voie administrative ou la voie pénale de sanction. Dès lors, il est souhaitable que les législateurs français et italiens interviennent pour répartir les compétences entre les juridictions répressives et les autorités administratives.

[1316] Pierre-Henri CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 386, 2002, p. 111.

[1317] Art. 705-1, C. proc. pén.

[1318] Jean-Luc AUBERT, Eric SAVAUX, *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, Sirey, Coll. « Universités », 14° éd., 2012, pp. 166-168.

B- Une répartition des compétences espérée entre autorité administrative et juge pénal

747. La distribution des compétences imposées par la conservation des deux types de répression : Ainsi, il semblerait qu'une solution optimale consiste à conserver la double modalité de répression. Cependant, au vu des récentes évolutions jurisprudentielles tant européennes que nationales, et dont il faut se féliciter, il n'est plus possible d'exercer de façon cumulative des poursuites pénales et administratives à l'encontre des auteurs d'abus de marché. De ce fait, l'exercice de leurs compétences par les autorités judiciaires et les autorités administratives ne pourront être qu'alternatives. Par conséquent, il convient de se demander quels sont les critères qui pourraient permettre de répartir ces compétences et comment pourrait être organisé le nouveau modèle de répression des abus de marché. Pour ce faire, l'étude des différentes propositions doctrinales et des suggestions formulées par les différentes commissions ou groupes de travail peut se révéler fort intéressante (2). Toutefois, il est nécessaire d'analyser au préalable les avantages et inconvénients de chaque critère préconisé par l'Union européenne elle-même (1).

1. Les critères suggérés susceptibles de fondés la répartition des compétences administratives et judiciaires en matière d'abus de marché

748. Les indications fournies par l'Union européenne : Si l'Union européenne n'a pas clairement précisé comment devaient s'articuler les compétences administratives et pénales en matière d'abus de marché, elle a proposé divers critères, liés notamment à la psychologie de l'auteur et aux circonstances dans lesquelles sont commis les abus de marché. Celle-ci exige, en vertu des articles 3 à 5 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1319] que des sanctions pénales soient instituées pour les abus d'informations privilégiées et les manipulations de marché, au moins lorsqu'ils sont commis de façon

[1319] 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.

intentionnelle et lorsqu'ils présentent un certain degré de gravité. Immédiatement, la présentation de ces critères fait poindre des difficultés évidentes. Se pose la question de savoir qui caractérisera le caractère intentionnel et la gravité des abus de marché, mais également ce qui doit être considéré comme une infraction boursière « grave ». Au vu de la formulation des différentes dispositions de la directive et du règlement du 16 avril 2014[1320], il peut également être envisagé de répartir les compétences entre autorités administratives et juge pénaux en tenant compte des actifs sur lesquels porte l'abus de marché commis ou sur lesquels les conséquences dommageables du comportement illicite ont produit leurs effets. Cependant, là encore la référence aux conséquences éventuelles des abus de marché implique un minimum d'actes d'investigation. Il convient dès lors d'étudier chacun des avantages et des inconvénients de ces critères en commençant par celui de l'intentionnalité (a), pour examiner ensuite celui de la gravité (b) pour finir par celui des instruments financiers objet de l'abus de marché (c).

a- Les difficultés liées à la mise en œuvre du critère du caractère intentionnel des abus de marché

749. La pertinence du critère de la psychologie de l'auteur : L'étude des éléments constitutifs des abus de marché a mis en relief la place primordiale de l'élément intellectuel de ces infractions dans la mise en œuvre des poursuites exercées à l'encontre de leurs auteurs. Il convient de rappeler que certaines infractions, telles que les opérations d'initiés ou les manipulations de marché caractérisées par des manœuvres frauduleuses, peuvent difficilement s'avérer être commises par imprudence ou négligence[1321]. Nous avons d'ailleurs écarté cette possibilité pour les premières d'entre elles et pour les recommandations adressées à un tiers sur la base d'une information privilégiée. Il n'en est pas de même des comportements de divulgation, qu'il s'agisse de la communication illicite d'informations privilégiées ou d'informations fausses ou trompeuses. Par ailleurs, que ce soit dans le cadre des abus d'informations

[1320] 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.

[1321] Rapport du Club des Juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, mai 2015, p. 52.

privilégiées réalisés par le biais d'une utilisation illicite d'un tel renseignement, ou dans celui de la mise en œuvre de manœuvres susceptibles de caractériser des manipulations de marché, il est souvent tenu compte des mobiles de l'auteur, c'est-à-dire des raisons profondes qui animent son action. Quant à la première forme d'infraction, il a été démontré que le fait de mettre en œuvre une opération pour un détenteur d'informations privilégiées n'entraîne pas systématiquement la qualification d'opérations d'initié, si la transaction répond à un besoin impérieux que l'auteur, qui dans ce cas n'a aucune intention d'exploiter sa situation d'avantage informationnel, doit satisfaire. Quant à la seconde, il est des multiples opérations qui sont finalement considérées comme licites dès lors qu'elles sont accomplies à certaines conditions : c'est le cas par exemple de celles qui sont réalisées en vue de stabiliser des instruments financiers, ou des transactions effectuées dans le cadre des programmes de rachat exécutés par les émetteurs sur les titres financiers qui leur sont propres. Par conséquent, en réalité, il est souvent tenu compte de l'intention de l'auteur, mais également de ses mobiles.

750. Les complications prévisibles liées à la mise en œuvre du critère de la psychologie de l'auteur : Si le critère de l'intentionnalité est séduisant, il n'en est pas moins compliqué à mettre en œuvre. En premier lieu, il est souvent très difficile de prouver une intention, et encore plus de déceler et de caractériser les motifs qui poussent un individu à agir. C'est pourquoi, dès qu'elle le peut, la jurisprudence tend à présumer les intentions ou à se contenter d'une simple imprudence consciente en lieu et place d'une démonstration effective du dol de l'auteur. En second lieu, quand bien même ces éléments psychologiques pourraient être démontrés, se pose la question de la détermination de l'autorité compétente pour mener les investigations nécessaires : il est évident que dans de nombreuses hypothèses, l'intentionnalité de l'infraction ne sera pas manifeste. Dès lors, à quelles autorités faut-il confier l'enquête qui aura pour but de déterminer si l'abus de marché a effectivement été commis de façon volontaire, ou suite à une simple imprudence ou négligence ? Les difficultés quant à l'attribution de l'enquête initiale se retrouvent également à propos de l'estimation de la gravité de l'abus de marché.

b- La subjectivité du caractère de gravité des abus de marchés

751. L'imprécision de la notion de « gravité » : Au-delà de la question de la compétence originelle de l'autorité administrative ou pénale dans le but de caractériser la gravité ou non de la violation, se pose avant tout la question de savoir ce qu'est un abus de marché grave. Cette notion manque clairement de précision[1322] et se révèle empreinte de subjectivité ; dès lors, elle ne semble pas représenter un critère satisfaisant. L'Union européenne a tenté de dissiper les imperfections qui pourraient être liées à la mise en œuvre d'un tel critère, en proposant des circonstances dans lesquelles les abus de marché pourraient être réputés graves. D'une part, dans le onzième considérant de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1323], il est expliqué que « *les opérations d'initié et la divulgation illicite d'information privilégiée devraient être réputées graves lorsque l'incidence sur l'intégrité du marché, le bénéfice réel ou potentiel engrangé ou la perte évitée, l'importance du préjudice causé au marché ou la valeur globale des instruments financiers négociés sont élevés. Les autres circonstances dont il peut être tenu compte sont, par exemple, lorsqu'une infraction a été commise dans le cadre d'une organisation criminelle ou lorsque la personne a commis une infraction similaire dans le passé* ». D'autre part, concernant les manipulations de marché, le douzième considérant de la même directive précise que « *les manipulations de marché devraient être réputées graves lorsque l'incidence sur l'intégrité du marché financier, le bénéfice réel ou potentiel engrangé ou la perte évitée, l'importance du préjudice causé au marché ou de la modification apportée à la valeur de l'instrument financier ou au contrat au comptant sur matières premières ou au montant des fonds utilisés à l'origine sont élevés ou que la manipulation est effectuée par une personne employée ou travaillant dans le secteur financier ou au sein d'une autorité de surveillance ou de réglementation* ». Il est donc des critères communs aux deux formes d'abus de marché ; d'autres sont propres à chacune d'entre elles.

[1322] Rapport du Club des Juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, mai 2015, p. 52.

[1323] 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.

752. Les critères de présomption de gravité applicables aux abus d'informations privilégiées et aux manipulations de marché : Les premiers critères évoqués sont des critères peu originaux mais pertinents, qui correspondent simplement aux circonstances de l'infraction. Ils résident dans l'incidence de l'infraction sur l'intégrité du marché, dans l'avantage retiré de l'infraction c'est-à-dire dans le bénéfice réel ou potentiel ou dans la perte évitée, dans l'importance des dommages causés aux plateformes de négociations, au volume d'instruments négociés lors de l'accomplissement des transactions litigieuses. Selon les dispositions de la directive, le caractère grave de l'abus de marché devrait être présumé, dès lors qu'au moins l'un d'entre eux est caractérisé comme l'indique la conjonction de coordination « ou » qui tend à démonter le caractère alternatif de l'existence de ces circonstances.

Cependant se pose la question de savoir quand une perte évitée ou un bénéfice engrangé est élevé, ou quand le préjudice causé au marché est assez significatif pour donner lieu à l'application de sanctions pénales. L'adjectif « élevé » dont il est question est lui aussi imprécis. Par ailleurs, se pose la question de savoir si ces éléments doivent faire l'objet d'un examen objectif, ou s'il est convient de les apprécier au regard des circonstances propres à l'affaire, autrement dit s'ils doivent être analysés *in concreto* en tenant compte du marché d'instruments financiers ou de la plateforme de négociation concerné par les comportements litigieux, du volume habituel de transactions opérées sur ces derniers ou encore de l'influence de facteurs extérieurs pouvant amplifier ou minimiser les effets des conduites en cause. Nous pensons qu'un examen de ces critères au cas par cas est plus judicieux, en particulier du fait de la multiplicité des facteurs susceptibles d'altérer, de modifier, d'amplifier ou de minimiser les effets produits par la diffusion d'une information ou la mise en œuvre d'opérations déterminées.

753. Les circonstances propres à l'application de la présomption de gravité aux manipulations de marché : Le douzième considérant de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1324] ajoute que les manipulations de marché sont également réputées graves quand elles sont mises en œuvre par un professionnel du secteur financier ou par un membre des autorités de surveillance et de réglementation. Une telle solution ne

[1324] 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.

semble pas incongrue étant donné qu'un professionnel est censé agir en conformité avec les règles déontologiques qui régissent sa profession et du fait de la nécessité pour lui d'être encore plus diligent qu'une personne qui connaît mal le fonctionnement des marchés. Cependant, étrangement, l'Union européenne n'étend pas ce même critère aux professionnels susceptibles de mettre en œuvre des abus d'informations privilégiées, que ce soit dans la forme de l'opération d'initié, de la divulgation de l'information privilégiée ou de la recommandation. Une telle lacune est d'autant plus étonnante que la Cour européenne des droits de l'Homme a sévèrement apprécié les diligences qu'un professionnel doit respecter : elle a estimé, dans une affire d'opération d'initié qu'un investisseur institutionnel « **familier du monde des affaires** », et qui « **compte tenu de son statut et de son expérience** » ne peut ignorer que son intervention sur des titres financiers, alors qu'il est en possession d'informations privilégiées entre dans le champ d'application du délit d'initié, et de ce fait, doit « **faire preuve d'une prudence accrue** » lors de ses interventions sur les marchés boursiers[1325].

754. Les circonstances propres à l'application de la présomption de gravité aux abus d'informations privilégiées : En premier lieu, le caractère grave des abus d'informations privilégiées peut aussi résulter du fait que « **la personne a déjà commis une infraction similaire dans le passé** »[1326]. Il aurait également été cohérent d'appliquer cette circonstance à l'ensemble des abus de marché. En second lieu, et toujours relativement aux abus d'informations privilégiées, la présomption de gravité peut également résulter de la commission de l'infraction dans le cadre d'une organisation criminelle[1327]. Deux remarques peuvent être formulées à propos de ce critère. D'une part, il semble étonnant qu'une opération d'initié ou une divulgation illicite d'informations privilégiées ne soit pas réputée grave lorsqu'elle est commise dans une telle circonstance. En effet, l'existence d'une organisation criminelle paraît supposer une multiplicité d'infractions caractérisées par leur connexité, ou une pluralité d'auteurs dont le schéma criminel est bien établi. Dès lors, l'abus d'informations privilégiées pourrait également être réputé « grave » dans cette hypothèse. D'autre part, là encore, cette circonstance aurait pu être étendue aux manipulations de cours sans difficulté.

[1325] CourE.D.H., 5ème section, 6 oct. 2011, req. n° 50425/06, *Soros contre France* ; *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, p. 580-583, obs. Frédéric STASIAK.

[1326] *Ibid*.

[1327] Considérant n° 11 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avr. 2014.

Il reste un critère qui n'est pas expressément présenté par l'Union européenne comme permettant une répartition des compétences entre autorités administratives et juridictions pénales : il s'agit de celui des instruments financiers objet des abus de marché.

c- *La simplicité du critère des instruments financiers concernés par les abus de marché*

755. La pertinence d'une répartition fondée sur le type d'instruments financiers concernés par l'infraction : Il a été expliqué au cours de la première partie de la présente étude que le développement des obligations d'information du public à charge des sociétés dont les titres sont négociés sur les différentes plateformes est proportionnel au degré de réglementation desdites plateformes et à l'intensité de la protection que les autorités entendent accorder aux investisseurs. Dès lors, les marchés réglementés présentent le cadre normatif le plus contraignant pour les émetteurs, alors qu'à l'opposé, les intervenants qui opèrent sur les marchés de gré à gré sont tenus à des obligations fort peu nombreuses. De ce fait, il semblerait opportun d'adapter la répression afin d'assurer une cohérence entre la prévention des abus de marché mise en place en amont et les sanctions susceptibles d'être prononcées en cas d'échec de celle-ci. Il est possible de considérer que les instruments négociés sur les marchés réglementés, ainsi que sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés dont les règles convergent toujours plus avec celles des précédents, puissent donner lieu à une répression pénale. Il conviendrait d'y assimiler les abus de marché commis en relation avec des quotas d'émission de gaz à effet de serre et des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères, puisque ces derniers sont assimilés aux instruments financiers admis aux négociations sur les marchés règlementés. Au contraire, les actifs objets de transactions sur les systèmes multilatéraux non organisés ou sur les marchés au comptant de matières premières, à l'image de ceux échangés sur d'autres plateformes de négociation de gré à gré, pourraient engendrer une répression exclusivement administrative dès lorsqu'ils n'ont pas impacté le cours des instruments financiers négociés sur les marchés règlementés ou systèmes multilatéraux de négociation organisés. Le critère de l'actif concerné par l'abus de marché pourrait autrement être

envisagé comme l'un des éléments à prendre en compte pour déterminer si l'infraction doit être caractérisée de grave ou non.
Après avoir énoncé les critères de répartition des compétences envisagés par l'Union européenne, il convient de s'attarder sur les propositions émises par les différentes commissions de réflexion.

2. Les propositions émises par les divers groupes de travail

756. Les multiples rapports destinés à résoudre le conflit de compétences en matière boursières : De nombreuses études ont été menées en la matière, avant même que la Cour européenne ne censure expressément le dispositif de sanction italien par sa décision *Grande Stevens* du 4 mars 2014. Il convient dès lors d'analyser les propositions formulées dans le rapport du groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon (a), celles qui ont été suggérées par l'Autorité des marchés financiers elle-même (b) et celles du Club des juristes (c), pour ensuite examiner la solution retenue dans la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 présentée au Sénat français[1328] (d). Enfin, seront analysées les propositions doctrinales italiennes (e).

a- Le rapport du groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon

757. Les solutions contenues dans le rapport sur la dépénalisation de la vie des affaires : Le rapport présidé par Jean-Marie COULON sur « *La dépénalisation de la vie des affaires* » est déjà assez ancien puisqu'il avait été publié en 2008[1329]. Ce dernier a mis en lumière certains avantages et certains inconvénients liés aux procédures administratives de sanction d'infractions économiques et financières, mises en œuvre par les autorités administratives indépendantes. Pour commencer, il a rappelé que les autorités administratives de surveillance des marchés édictent elles-mêmes leur propre réglementation, procèdent aux enquêtes et prononcent les sanctions : dès lors, cette ces

[1328] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.
[1329] Rapport du groupe de travail présidé par Jean-Marie COULON, *La dépénalisation de la vie des affaires*, janvier 2008, disponible sur http://ladocumentationfrançaise.fr

compétences multiples porte atteinte à la séparation des pouvoirs[1330]. Cependant, cette critique doit être relativisée puisque les membres de la Commission des sanctions ne participent pas à l'élaboration de la réglementation et les articles L. 621-9 à L. 621-12 du Code monétaire et financier garantissent la séparation des fonctions d'enquête et de sanction. D'autre part, il regrettait l'absence de faculté pour l'Autorité marchés financier d'indemniser les victimes d'infractions boursières[1331], ce qui là encore ne paraît pas constituer un obstacle insurmontable. Il suffirait que le législateur attribue à l'autorité des compétences en ce sens : sur ce point, il convient d'expliquer que l'Autorité des marchés financiers possède déjà la faculté d'organiser des médiations entre les victimes de dommages découlant d'un manquement à l'exécution de leurs obligations par les professionnels des marchés financiers, tels que les prestataires de services d'investissements et les conseillers en investissement, et ces professionnels.

Concernant les propositions formulées[1332], le rapport préconisait une information sans délai du procureur de la République par l'Autorité des marchés financiers dès lors que cette dernière avait connaissance d'infractions susceptibles de constituer simultanément un délit et un manquement administratif. L'enquête judiciaire et celle de l'autorité de surveillance des marchés auraient pu être conduites en parallèle, et la décision de poursuivre pénalement ou selon la voie administrative aurait été confiée au ministère public, ce qui est cohérent au regard de sa nature d'autorité judiciaire. L'autorité française aurait dû patienter en attendant la réponse du Parquet. Enfin, si ce dernier avait finalement décidé de lui attribuer l'exercice des poursuites à l'encontre des auteurs d'abus de marché, et que ces dernières n'avaient pas abouti au prononcé d'une sanction, le Parquet aurait pu à nouveau se saisir des faits et les faire sanctionner devant les juridictions répressives. La proposition avait l'avantage de confier à l'autorité judiciaire le soin de choisir s'il était nécessaire d'exercer ou non l'action pénale en vue de la poursuite des abus de marché. Cependant, elle obligeait l'Autorité des marchés financiers à attendre la décision des autorités judiciaires, ce qui impliquait que ces dernières finissent leur enquête. Or, l'un des avantages de la procédure administrative

[1330] P. 29 dudit rapport.

[1331] P. 29 du rapport.

[1332] P. 67 du rapport.

de sanction réside justement dans sa rapidité. Dès lors la solution proposée dans un tel rapport anéantirait tout intérêt de ce point de vue[1333].

b- Les mesures souhaitées par l'Autorité française de surveillance des marchés

758. Les propositions formulées par l'Autorité des marchés financiers : L'Autorité des marchés financiers a présenté son rapport en mai 2015. Elle commence par rappeler que le cumul des poursuites administratives et pénales en matière boursière interdit depuis l'arrêt de la Cour européenne des droits de l'homme du 4 mars 2014 est en pratique très rare[1334]. En substance les suggestions émises par l'autorité française consistent à interdire légalement le cumul censuré par les cours européennes, en instaurant une concertation d'une durée d'au moins deux mois entre l'Autorité des marchés financiers et le parquet de la République financier afin de déterminer l'autorité qui aura en charge les poursuites. De même, le rapport préconise une amélioration de la procédure pénale de sanction par le biais notamment de la possibilité pour les magistrats de reprendre les actes d'enquête effectués au préalable par l'autorité administrative. L'Autorité des marchés financiers ne se révèle pas favorable à la création du Tribunal des marchés financiers, en ce qu'elle ne souhaite pas que la Commission des sanctions soit détachée de ladite autorité, bien qu'elle reconnaisse que cette juridiction pourrait allier expertise des professionnels des marchés et garanties processuelles permettant le prononcé de sanctions très graves, telles que les peines privatives de liberté[1335]. Ainsi, elle propose une interdiction légale du cumul des poursuites administratives et pénales, qui ne conduirait pas à distinguer les auteurs d'abus de marché possédant la qualité de professionnels de ceux qui ne l'ont pas[1336]. L'Autorité des marchés financiers et le procureur de la République financier devraient se concerter

---

[1333] Voir en ce sens Frédéric STASIAK : « **Autrement dit, la réduction de la durée de la procédure pénale passerait par l'augmentation de la durée de la procédure administrative. Or déshabiller l'un pour habiller l'autre ne peut être une bonne solution** », in « Le rapport Coulon sur la dépénalisation des affaires », *in Rev. sc. crim.* 16 mars 2009, n° 1, p. 113.

[1334] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. viii/ix.

[1335] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 28.

[1336] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, pp. 29-30.

pour déterminer de façon la plus efficace possible à qui attribuer la compétence de telle ou telle affaire, en fonction des critères proposés par la loi[1337]. Ces critères seraient inspirés de ceux proposés par la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1338] : l'intentionnalité serait retenue, ainsi que la gravité. La détermination de ce dernier caractère serait rendue possible par la fixation de seuils précis posés par le législateur, seuils au-delà desquels l'infraction serait considérée comme grave[1339]. De même, la commission d'un abus de marché en état de récidive, c'est-à-dire dans les hypothèses où une infraction identique aurait été commise dans les dix années précédant les nouveaux faits illicites, ou dans le cadre d'une bande organisée entraînerait la compétence automatique des juridictions pénales[1340]. Suite à la concertation entre les autorités judiciaires et l'autorité administrative, cette dernière pourrait exercer son pouvoir de sanction lorsque les éléments constitutifs des infractions pénales ne sont pas réunis, ou lorsqu'en vertu du principe d'opportunité des poursuites, le procureur de la République financier décide de laisser à la compétence de l'autorité administrative le soin de sanctionner l'abus de marché réalisé[1341].

L'Autorité des marchés financiers a également pris en considération la situation des victimes d'infractions boursières, dès lors que la voie pénale est susceptible de ne plus être exercée, afin de permettre à ces dernières d'obtenir réparation de leur préjudice sans avoir à affronter les difficultés probatoires liées aux règles du procès civil, même si aujourd'hui ces obstacles sont susceptibles d'être dissipés grâce à la réforme opérée par la loi 2014-1662 du 30 décembre 2014 qui leur permet d'accéder à certains éléments de preuve réunis par l'Autorité des marchés financiers[1342].

[1337] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 22.

[1338] 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.

[1339] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 34.

[1340] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 24.

[1341] Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015, p. 26.

[1342] Article L. 621-12-1 du Code monétaire et financier, introduit par la loi du 17 mars 2014 : « *L'Autorité des marchés financiers peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice qui en fait la demande les procès-verbaux et les rapports d'enquête ou de contrôle qu'elle détient dont la production est utile à la solution du litige* », Loi n° 2014-1662 du 30 déc. 2014 portant diverses dispositions

c- *Les propositions spontanées des membres du Club des juristes*

759. Les suggestions du Club des juristes : Le rapport du Club des juristes, présidé par Didier MARTIN et Michel PRADA, ancien président de l'Autorité des marchés financiers, a été publié en mai 2015[1343], soit moins de deux mois après que le Conseil constitutionnel a rendu sa décision de censure du cumul de poursuites et de sanctions administratives et pénales en matière d'abus de marché. Le rapport dresse un panorama des jurisprudences européennes avant d'émettre les propositions suggérées par le groupe de travail. En premier lieu, la suppression de la voie administrative de répression est rejetée[1344]. En deuxième lieu, le rapport rappelle les critères proposés par l'Union européenne de l'intention et de la gravité, dont il considère pour le premier, qu'il ne correspond pas à une réalité concrète et fréquente et dont il estime pour le second, qu'il est difficile à mettre en œuvre[1345]. Dès lors, un modèle de répartition des compétences entre autorité administrative et juge pénal fondé sur la nature du manquement est proposé : le rapport suggère d'attribuer les manipulations de marché, à savoir les diffusions d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours, à la compétence exclusive de l'Autorité des marchés financiers, sauf cas de connexité avec une infraction pénale, hypothèse dans laquelle les juges répressifs retrouveraient leur compétence[1346]. Au contraire, les communications et utilisations illicites d'informations privilégiées relèveraient davantage des compétences des juridictions pénales. Toutefois se pose la question de la pertinence de cette répartition : pourquoi les manipulations de marché, qui constituent des violations très graves au regard de l'atteinte à l'intégrité des marchés qu'elles sont susceptibles d'engendrer, relèveraient de la compétence exclusive de l'Autorité des marchés financiers ? Les trois propositions principales toutefois résident dans la création d'un Tribunal des marchés financiers, dans l'attribution de l'ensemble du contentieux des voies de recours au Conseil d'État, ou dans la mise en

---

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.

[1343] Rapport du Club des Juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, mai 2015 ;

[1344] Rapport du Club des Juristes, p. 49.

[1345] Rapport du Club des Juristes, p. 52.

[1346] Rapport du Club des Juristes, p. 53.

place d'un système d'aiguillage entre voie administrative et voie pénale dont les modalités seraient légalement établies[1347].

Concernant l'institution d'une nouvelle juridiction, le rapport explique qu'« Une composition échevinée, avec des professionnels des marchés inanciers et des magistrats, permet à chacun de bénéicier de la formation, de l'expérience et de la compétence des autres. Les membres du Tribunal seraient soumis à des garanties d'impartialité et d'indépendance et nommés dans le respect des exigences constitutionnelles »[1348]. La deuxième proposition permettrait de tirer profit de la décision du Conseil constitutionnel français rendue le 18 mars 2015, en ce qu'elle concluait à la violation du principe de proportionnalité et de nécessité des peines par le cumul des sanctions administratives et pénales, du fait de l'appartenance à un ordre juridique identique des abus de marché susceptibles de donner lieu à des sanctions infligées à l'égard des personnes autres que les professionnels mentionnés à l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier. Dès lors, l'attribution de l'ensemble du contentieux au Conseil d'État, permettrait d'assurer l'égalité de tous devant la loi en confiant l'intégralité des recours exercés à l'encontre des sanctions de l'Autorité des marchés financiers à la Haute juridiction de l'ordre administratif. Cependant, cette suggestion ne tient pas compte du raisonnement opéré par la Cour européenne des droits de l'homme, qui fait davantage référence à la coloration pénale des sanctions susceptibles d'être prononcées par les autorités de surveillance des marchés en matière boursière[1349]. Enfin, la dernière solution d'aiguillage entre l'exercice des poursuites pénales et l'exercice des poursuites administratives semble étroitement liée à la gravité de l'abus de marché[1350]. Dans le cadre de cette troisième solution, le rapport préconise une attribution de l'affaire à l'autorité administrative ou au juge judiciaire dès la fin de

[1347] Rapport du Club des Juristes, p. 54.

[1348] Rapport du Club des Juristes, p. 54.

[1349] Rapport du Club des Juristes, p. 60.

[1350] Le rapport explique que « Cette question de l'aiguillage est d'autant plus sensible qu'il est de l'intérêt général de permettre, via la procédure administrative, la poursuite et, le cas échéant, la sanction rapide de tous les comportements qui nuisent à la crédibilité du marché mais sans être d'une gravité telle qu'ils justifieraient l'enclenchement de l'action publique. Il ne pourrait être considéré satisfaisant d'orienter vers la voie pénale les dossiers insufisamment importants qui l'engorgeraient ou qui, compte tenu des exigences particulières de cette procédure, ne pourraient donner lieu à sanction d'un comportement pourtant répréhensible. Dès lors que l'engagement d'une poursuite sera désormais exclusif de l'autre, l'erreur d'aiguillage doit absolument être évitée », p. 68.

l'enquête. Se pose la question de savoir qui décide de cette attribution : le rapport propose de créer une « Commission des infractions boursières » qui statuera sur ce point[1351].

d- La réforme envisagée par le droit français

760. La solution retenue dans la proposition de loi française du 7 octobre 2015 : Le droit français rejette clairement la possibilité de cumuler les sanctions administratives et pénales pour un même manquement. Ainsi, la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015[1352] propose dans son article 1er l'insertion au sein du Code monétaire et financier d'un article L. 465-2 qui disposeraient que « *Tout fait susceptible de constituer à la fois une infraction définie à l'article L. 465-1, L. 465-2 ou L. 465-2-1 et un manquement défini à l'article L. 621-15 ne peut être poursuivi et sanctionné à la fois par le juge pénal et par l'Autorité des marchés financiers* ». La répartition des compétences serait fondée, en vertu du paragraphe II du nouvel article L. 465-2, sur la gravité de l'abus de marché. Autrement dit, la proposition de loi s'inspire directement du critère proposé par l'Union européenne dans la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1353], qui par ailleurs ne constitue pas le plus simple à mettre en œuvre ; cette gravité devrait s'apprécier au regard de l'avantage retiré de l'infraction s'il peut être déterminé et/ou de la qualité de l'auteur ayant adopté le comportement illicite. Ces critères ne seraient pas limitatifs comme l'indique l'emploi de l'adverbe « *notamment* ». Se pose dès lors la question de savoir qu'elles seront les autres circonstances qui pourront permettre d'apprécier cette gravité. La rédaction d'une telle disposition caractérise le manque de précision de cette réforme et laisse entrevoir les difficultés et les incertitudes quant à l'application future par les magistrats d'une telle norme.

Dès lors que le procureur de la République financier souhaiterait déclencher des poursuites pénales à l'encontre d'un auteur d'abus de marché, il devrait en aviser le Collège de l'Autorité des marchés financiers qui devrait à son tour l'informer des suites

---

[1351] Rapport du Club des Juristes, p. 71.

[1352] Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier.

[1353] 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.

qu'il entend donner à la procédure de contrôle ou de sanction qui est actuellement en cours devant l'autorité administrative. Si le procureur de la République maintient son souhait d'exercer l'action publique, il devra saisir le Conseil des infractions boursières dont la création est envisagée par ladite loi[1354], inspirée du rapport du Club des jusristes. Ce dernier est composé de trois magistrats issus du Conseil d'État et de trois magistrats choisis au sein de la Cour de cassation, auxquels s'ajoutent deux suppléants, et parmi lesquels doivent être élus deux présidents, l'un désigné au sein des magistrats de l'ordre administratif, l'autre choisi parmi les membres de l'ordre judiciaire[1355]. Dans le cas contraire, si le Parquet se désiste, l'Autorité des marchés financiers pourrait parfaitement continuer à mener son enquête et exercer le cas échéant son pouvoir de sanction. Évidemment, l'article 2 de la proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 instaure une obligation de coopération entre le procureur de la République financier et l'Autorité des marchés financiers. Il est possible de retrouver ici l'obligation de concertation posée par le rapport de l'Autorité des marchés financiers.

L'étude de ces quelques dispositions montre le caractère fragmentaire et minimal de la réforme proposée. Le seul critère envisagé pour aider à la répartition des compétences entre juridictions judiciaires et autorité administrative réside dans la gravité de l'abus de marché, dont il a été expliqué qu'il s'agit de l'un des critères les plus difficiles à mettre en œuvre. Il reste donc à espérer que les différentes lectures du projet de loi contribueront à améliorer considérablement la formulation des textes qui devraient entrer en vigueur au plus tard au 1er septembre 2016.

Les critères proposés par la doctrine italienne sont directement liés aux éléments constitutifs des abus de marché dans leurs formes pénale et administrative, mais ils ont le mérite de poser un principe de subsidiarité de la répression administrative par rapport aux poursuites pénales.

[1354] Cette proposition semble directement inspirée de celle émise par le rapport du club des juristes (p. 71).

[1355] Art. 1er de la proposition de loi qui propose de créer l'article L. 462-1-1, II, du Code monétaire et financier.

e- Les suggestions de la doctrine italienne

761. Les solutions doctrinales : La doctrine italienne n'envisage pas *a priori* de supprimer les délits pénaux des articles 184 et 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, ni les manquements administratifs correspondants sanctionnés par la Consob sur le fondement des articles 187-*bis* et 187-*ter* du même texte. Au contraire, les formulations proposées consisteraient à appliquer la règle selon laquelle les dispositions spéciales prévalent sur les dispositions générales[1356] ou celle qui consiste à affirmer que l'infraction la plus grave absorbe la seconde[1357]. Dès lors, la répartition des compétences entre le juge répressif et l'autorité administrative serait fondée sur les éléments distinctifs des délits pénaux et des manquements administratifs. Concernant les manipulations de marché, une telle distribution pourrait être assez simple, notamment parce que le manquement administratif admet les manipulations de marché consécutives au fait de répandre des rumeurs sur les marchés[1358], mais aussi parce qu'il n'exige pas, contrairement au délit pénal, que les manœuvres frauduleuses, artifices ou opérations simulées provoquent une altération sensible du cours des instruments financiers qu'ils concernent. Il suffit que l'effet potentiel réside dans une altération simple. Dès lors, si les conduites mises en œuvre sont susceptibles de provoquer une altération sensible du cours des instruments financiers sur lesquels elles portent et/ou si les données erronées ou trompeuses diffusées sont bien des informations et non pas des rumeurs, alors la forme pénale de la manipulation de marché devrait s'appliquer. Dans les autres cas, c'est-à-dire dans les hypothèses, où sont concernées les rumeurs ou pour les situations dans lesquelles l'altération de la

---

[1356] Art. 9 de la loi n° 689 du 24 nov. 1981 (legge del 24 nov. 1981, n. 689 detta « legge di depenalizzazione », *G.U.* n. 329 del 30 nov. 1981).
V. en ce sens, Adelmo MANNA, « Tutela del risparmio, novità in tema di *insider trading* e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004 », *Riv. trim. dir. pen. economia* 2005, vol. 53, n. 3 luglio-sett. 2005, p. 671 ; Mario ROMANO, « Marché boursier et pouvoir de sanction dans le droit italien », *LPA* 15 juin 1994, n° 71.

[1357] Maurizio ARENA, « Il regime sanzionatorio della normativa sugli abusi di mercato », http://www.reatisocietari.it, 11 mai 2005 (1ère partie) ; Adelmo MANNA, « Tutela del risparmio, novità in tema di *insider trading* e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004 », *Riv. trim. dir. pen. economia* 2005, vol. 53, n. 3 luglio-sett. 2005, p. 673 ; Filippo SGUBBI, Désirée FONDAROLI, Andrea Francesco TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2ª ed., 2013, p. 158.

[1358] Beatrice MAGRO, « Aggiotaggio (Art. 501) » *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale, Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, p. 723 ; Nicola MAZZACUVA, Enrico AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010, p. 422.

modification de la valeur des cours susceptible d'être engendrée par la manipulation de marché n'est pas significative, il conviendrait de mettre en œuvre la répression administrative. Toutefois, ce critère au premier abord pertinent, se heurtera rapidement aux difficultés liées à l'estimation de l'intensité des oscillations susceptibles de survenir suite à la commission de la manipulation de marché. Par ailleurs, sa détermination impose la réalisation d'investigations dont il faut confier la charge à l'autorité judiciaire ou à la Consob.

Cependant, relativement aux abus d'informations privilégiées, la distinction pourrait être plus difficile[1359] puisque les articles 184 et 187-*bis* du texte unique en matière d'intermédiation financière sont rédigés en des termes identiques[1360]. Toutefois un premier élément de différenciation pourrait résider dans le fait que les initiés tertiaires, au sens de la classification tripartite que nous avons établie, font l'objet d'une répression exclusivement administrative[1361]. D'autre part, il pourrait être envisagé de soumettre à la compétence de la Consob les divulgations d'informations privilégiées commises par imprudence ou négligence[1362], puisque dans ces hypothèses l'auteur n'a pas la volonté de permettre à d'autres individus d'exploiter une situation d'avantage informationnel en leur révélant des informations confidentielles. Il a seulement fait preuve d'un manque de diligences, ce qui ne devrait pas nécessairement conduire à la mise en œuvre de sanctions pénales.

Après avoir dressé le panorama de toutes les propositions formulées par les différents groupes de travail et par les divers organes, il convient à présent de mettre nos propres suggestions.

[1359] Franco GUERRINI, « Infractions pénales en Italie », *LPA* 29 nov. 1995, n° 143, p. 31

[1360] Maurizio ARENA, « Il regime sanzionatorio della normativa sugli abusi di mercato », http://www.reatisocietari.it, 18 mai 2005 (2ème partie)

[1361] Alessio LANZI, Stefano PUTINATI, *Istituzioni di diritto penale dell'economia*, Giuffrè Editore, Milano, 2007, pp. 49-50.

[1362] Adelmo MANNA, « Tutela del risparmio, novità in tema di *insider trading* e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004 », *Riv. trim. dir. pen. economia* 2005, vol. 53, n. 3 luglio-sett. 2005, p. 670 ;

Paragraphe 2. La proposition d'une répartition tripartite des compétences en matière d'abus de marché

762. Les justifications de la proposition d'une répartition tripartite : L'ensemble des constats émis au sein des différents rapports présentés nous confirment l'idée selon laquelle la suppression de l'une ou l'autre voie en matière d'abus de marché ne constitue pas une solution judicieuse. Au contraire, nous sommes davantage favorables à un système de répartition des compétences entre les juridictions répressives pénales et l'Autorité des marchés financiers. Les modalités de mise en œuvre et les conditions de cette répartition que nous suggèrerons seront assez proches des propositions émises par l'Autorité des marchés financiers. Toutefois, une différence majeure concernera l'indemnisation des victimes d'infractions boursières, que nous envisageons de confier à une commission spéciale. C'est pourquoi nous évoquons une « répartition tripartite » des compétences en matière d'abus de marché.

A- La phase d'enquête menée par les autorités judiciaires en collaboration avec l'Autorité des marchés financiers

763. Les fondements de la compétence des autorités judiciaires au stade de l'enquête : Pour commencer, relativement à la phase d'enquête nous préconisons une collaboration étroite entre l'Autorité des marchés financiers et le parquet de la République financier d'une part, et la Consob et le parquet italien d'autre part. Les enquêteurs des autorités administratives opéreraient sous le contrôle du ministère public, qui disposerait dans les deux États de la direction des enquêtes. Dès lors, les garanties processuelles attachées actuellement au procès pénal seraient intégralement appliquées aux investigations menées en matière d'abus de marché. Par ce biais, autorités judiciaires et administratives collaboreraient pleinement, et un tel choix permettrait de pallier aux insuffisances processuelles des procédures de sanction susceptibles d'être mises en œuvre devant l'Autorité des marchés financiers et devant la Consob.

1. L'enquête menée par les autorités judiciaires conformément aux principes fondamentaux du procès pénal

764. La pertinence du maintien du procureur de la République comme dirigeant de l'enquête en matière boursière : Que ce soit en France ou en Italie, le parquet a la direction des enquêtes pénales, et sous son contrôle, les officiers de police judiciaire mènent les investigations. L'article 41 du Code de procédure pénale français précise dans ses deux premiers alinéas que « *Le procureur de la République procède ou fait procéder à tous les actes nécessaires à la recherche et à la poursuite des infractions à la loi pénale. A cette fin, il dirige l'activité des officiers et agents de la police judiciaire dans le ressort de son tribunal* ». De même, en Italie, en vertu de l'article 105 de la Constitution, la police judiciaire est à disposition de l'Autorité judiciaire ; cette dernière effectue des actes d'investigation selon les règles posées aux articles 55 à 59 du Code de procédure pénale.

2. Les autorités administratives, autorités d'enquête sous la direction du ministère public

765. La subordination des enquêteurs des autorités administratives au Ministère public : L'organisation de la police judiciaire française et italienne connaît la même dichotomie, en ce sens que ses membres se divisent entre officiers et agents de police judiciaire[1363]. Les premiers peuvent exercer des actes plus ou moins coercitifs, alors que les seconds disposent d'une compétence beaucoup moins étendue. En vertu de l'article 17 du Code de procédure pénale français, par renvoi à l'article 14 du même code, les officiers de police judiciaire constatent les infractions, en recherchent les auteurs et en rassemblent les preuves. En vertu de l'article 75, ils peuvent agir soit d'office soit sur les instructions du procureur de la République, l'alinéa 1er de cet article ajoutant que les agents de police judiciaire procèdent également à des investigations mais sous leur contrôle. De son côté, l'article 59 du code de procédure pénale italien mentionne de façon explicite le lien de subordination des officiers de police judiciaire à l'égard du ministère public.

[1363] Art. 16 à 19-1 et 20 à 21-2, C. proc. pén. fr. et art. 57, C. proc. pén. it.

766. La simplification consécutive de la mise en œuvre des pouvoirs d'enquête en matière boursière : Afin de garantir des investigations efficaces impliquant tant les autorités judiciaires que les enquêteurs des autorités administratives de sanction, tout en respectant l'ensemble des règles applicables aux enquêtes susceptibles de donner lieu à un procès pénal, il conviendrait de placer ces enquêteurs spécialisés sous la direction du ministère public, représenté en France par le procureur de la République financier. Ils disposeraient de pouvoirs équivalents à ceux des agents de police judiciaire et les règles d'enquête applicables aux pouvoirs d'investigation mis en œuvre seraient celles prévues par les codes de procédure pénale français et italien. Cette proposition rejoint celle déjà évoquée dans le second chapitre des présents travaux[1364] où il était question de définir des cadres d'enquête, de surveillance et de contrôle précis, en fonction du degré de coercition des mesures accomplies. Ainsi, dans le but de garantir une efficacité optimale des enquêtes, grâce à la possibilité d'exercer toutes les prérogatives propres à la police judiciaire, il apparaît opportun de sceller l'union durant la phase d'enquête entre le ministère public, les officiers de police judiciaire et les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers ou de la Consob.

On retrouverait alors l'organisation du Code monétaire et financier et du texte unique en matière d'intermédiation financière proposée lors de la première section du second chapitre des présents travaux :

« **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

Sous-section 6 : Pouvoirs supplémentaires en cas de contrôle et d'enquête

Sous-section 7 : **Pouvoirs spécifiques aux enquêtes**

Article L. 621-X :

« Les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers sont placés sous le contrôle du procureur de la République financier.

[1364] Cf. t. 1, § 95, pp. 197-199 des présents travaux.

Aux enquêtes mises en œuvre en vue de la détection des abus de marché mentionnés aux articles L. 465-1, L. 465-2 et L. 465-2-1 du présent code, sont applicables les dispositions du Code de procédure pénale relatives à l'enquête préliminaire.

Les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers disposent des pouvoirs attribués aux agents de police judiciaire ». »

Sous-section 8 : Sanctions

Sous-section 9 : Composition administrative

Sous-section 10 : Injonctions et mesures d'urgence

Sous-section 11 : Autres compétences

Sous-section 12 : Déclaration d'opérations suspectes

Sous-section 13 : Coopération avec les autres autorités ».

La même organisation serait prévue au sein du texte unique en matière d'intermédiation financière dans la Partie II intitulée, en vertu des propositions formulées au paragraphe 95 des présents travaux, « *Opérateurs* », dans un titre I désigné par l'expression « *Dispositions générales* » : le Chapitre I serait consacré aux pouvoirs de la Consob et contiendrait, relativement aux enquêtes menées par les agents de cette autorité, une disposition similaire à celle à peine proposée :

« Les enquêteurs de la Consob sont placés sous le contrôle du procureur de la République.

Aux enquêtes mises en œuvre en vue de la détection des abus de marché mentionnés aux articles 184 et 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, sont applicables les dispositions du Code de procédure pénale relative à l'enquête préliminaire.

Les enquêteurs de la Consob disposent des pouvoirs attribués aux agents de police judiciaire ». ».

Dès lors, à la fin de l'enquête, en fonction des résultats obtenus, il reviendrait au procureur de la République d'attribuer l'exercice des poursuites à la Consob ou à l'Autorité des marchés financiers d'une part, ou aux juridictions pénales d'autre part.

B- L'attribution de l'audience de sanction par les autorités judiciaires

767. L'orientation de la procédure par l'autorité judiciaire vers la voie administrative ou pénale : En France comme en Italie, c'est le ministère public qui décide soit de classer sans suite, soit d'exercer l'action publique[1365]. Dès lors, il semblerait logique, que lui revienne la faculté d'attribuer à l'autorité judiciaire ou à l'autorité administrative l'exercice des poursuites en matière d'abus de marché. Cependant, afin que les autorités administratives de sanction des abus de marché ne soient pas dépossédées de toute faculté en la matière, il pourrait être envisagé, d'instituer à l'égard du procureur de la République, une obligation de requérir l'avis d'au moins deux des membres du Collège de l'Autorité des marchés financiers ou de la Consob, désigné par lui selon des modalités fixées par décret. Ces avis seraient facultatifs mais permettraient d'instaurer une réflexion collégiale, réunissant à la fois l'autorité administrative et l'autorité judiciaire, afin que le ministère public statue ultérieurement sur les suites à donner au comportement illicite commis.

768. Une orientation fondée sur des règles processuelles préétablies : Toutefois, la décision du membre du parquet serait facilitée puisque les critères d'attribution seraient légalement établis. Lorsque ces derniers seraient susceptibles d'être caractérisés facilement, le parquet n'aurait qu'à demander confirmation de l'orientation à donner aux deux membres du collège dont il a été fait mention au paragraphe précédent. Au contraire, en cas de difficultés apparentes ou d'incertitudes, les deux membres du Collège de l'Autorité des marchés financiers ou de la Consob participeraient à la prise de décision relative à l'attribution de l'affaire aux autorités judiciaires ou à l'autorité administrative.

769. La combinaison du critère de l'intentionnalité et des instruments financiers objet des abus de marché : Au regard des explications fournies relativement aux différents éléments constitutifs des infractions, mais également en considération des valeurs sociales protégées par les différents abus de marché, nous estimons que les autorités judiciaires devraient être compétentes, de façon exclusive, en matière

[1365] Art. 40, C. proc. pén. fr. et 50, C. proc. pén. it.

d'utilisation illicite d'informations privilégiées et de recommandations, incitation ou suggestion à un tiers d'effectuer une opération sur la base d'une telle information, dès lors que ces conduites concernent les instruments financiers négociés sur les marchés réglementés, sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés et sur les plateformes organisant l'échange des quotas de gaz à effet de serre, ainsi que des produits basés sur ces derniers. De même ces dernières devraient connaître des manipulations de marché et des divulgations illicites d'informations privilégiées, lorsqu'elles sont intentionnelles et qu'elles concernent les plateformes ci-dessus mentionnées.

L'Autorité des marchés financiers et la Consob connaîtraient des divulgations d'informations privilégiées ainsi que des manipulations de marché non intentionnelles, indépendamment de la nature des instruments financiers concernés. Elles seraient également compétentes pour sanctionner les opérations illicites sur le fondement des informations privilégiées, ainsi que les recommandations, incitations et suggestions à un tiers de commettre une telle opération, y compris lorsqu'elles sont intentionnelles, dès lors que ces dernières portent sur des systèmes multilatéraux de négociation non organisés ou sur des marchés de gré à gré, sauf dans l'hypothèse où les conséquences préjudiciables des infractions se sont répercutées sur les plateformes mentionnées au premier paragraphe. Dans cette dernière hypothèse, l'autorité judiciaire retrouverait sa compétence.

« CHAPITRE UNIQUE : L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

[…]

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

Sous-section 6 : Pouvoirs supplémentaires en cas de contrôle et d'enquête

Sous-section 7 : Pouvoirs spécifiques aux enquêtes

Sous-section 8 : Sanctions

Art. L. 621-15 du Code monétaire et financier (ou article X du texte unique en matière d'intermédiation financière)

I. Le procureur de la République financier avise le Collège de l'Autorité des marchés financiers (ou de la Consob) de l'achèvement de la phase d'enquête et l'informe de l'autorité à laquelle il souhaite attribuer l'exercice des poursuites.
Le Collège désigne deux de ses membres dans un délai de cinq jours selon des modalités fixées par décret. Ceux-ci transmettent leur avis au procureur de la République financier dans un délai de quinze jours.
Si au moins l'un des deux membres du Collège approuve l'orientation proposée par le procureur de la République financier, ce dernier informe les personnes mises en cause de sa décision.
Lorsqu'aucun des membres du Collège n'approuve l'orientation proposée par le procureur de la République financier, les deux membres du Collège et le procureur de la République financier disposent d'un délai d'un mois pour attribuer définitivement l'exercice des poursuites à l'autorité administrative ou judiciaire. Les personnes mises en cause sont informées de cette décision.

II. Le procureur de la République financier et les deux membres du Collège décident de l'orientation judiciaire et administrative des poursuites au regard des règles établies aux paragraphes suivants.

III. L'autorité judiciaire est compétente en matière d'utilisation d'informations privilégiées, de recommandation d'effectuer une opération sur le fondement d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées aux deux points précédents.

L'autorité judiciaire est également compétente en cas de diffusion illicite d'informations privilégiées ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent.

L'autorité judiciaire est compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

IV. L'autorité administrative est compétente en matière d'utilisation d'informations privilégiées, de recommandation d'effectuer une opération sur le fondement d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré.

L'autorité administrative est également compétente en cas de diffusion illicite d'informations privilégiées ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent.

L'autorité judiciaire est compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré.

Toutefois, l'autorité judiciaire retrouve sa compétence lorsque les manipulations de cours mentionnées à l'alinéa précédent ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères. »

Il convient à présent de traiter du cas des victimes d'infractions boursières.

C- La compétence exclusive de la Commission des victimes d'infractions boursières

770. L'institution d'une Commission d'indemnisation des victimes d'infractions boursières : Les victimes d'infractions boursières pourraient voir leur préjudice indemnisé par une commission spéciale composée de d'un magistrat de l'ordre judiciaire et de deux membres de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers ou de la Consob : ces derniers pourront utilement apporter leur expertise quant à l'évaluation du préjudice et quant à sa quantification, ainsi que relativement à la détermination du montant du préjudice susceptible d'être accordé.

Les règles de procédure applicables seraient celle du Code de procédure civile. Les victimes pourraient, dans le but de faciliter leur indemnisation, invoquer le bénéfice des éléments de preuve rassemblés au cours de l'enquête menée préalablement à l'exercice des poursuites. La saisine de la commission ne dépendrait pas de l'existence d'une décision de sanction, administrative ou judiciaire ; elle pourrait être autorisée, indépendamment de la sanction de l'auteur des abus de marché, dès lors que la victime pourrait démontrer un préjudice lié au comportement de l'auteur en question, quand bien même ces faits ne seraient constitutifs d'aucun manquement ou d'aucun délit pénal. Les recours exercés à l'encontre de la décision de la Commission des victimes d'infractions boursières seraient portés devant les juridictions de l'ordre judiciaire.

771. Conclusion du second chapitre : Alors que les juridictions françaises et italiennes ont longtemps accepté d'exercer simultanément ou successivement les poursuites administratives et pénales à l'encontre des auteurs d'abus de marché, les cours européennes ont décidé de mettre fin à cette pratique sur le fondement de la violation du principe « *non bis in idem* ». Une telle évolution semblait nécessaire au regard de la sévérité des sanctions encourues, et éventuellement prononcées, par les différentes autorités. Ces décisions ont incité le Conseil constitutionnel français à remettre en cause l'application du cumul de sanctions en matière boursière, sur le fondement du principe de proportionnalité et de nécessité des peines. De son côté, la Cour de cassation italienne a décidé à son tour de saisir la Cour constitutionnelle afin qu'elle statue elle aussi sur la légitimité constitutionnelles des dispositions relatives aux définitions administartives et pénales des abus de marché. Deux orientations différentes sembles envisageables : d'une part, l'abrogation de l'une ou l'autre forme des abus de marché, mais il ne semble pas que les juridictions italiennes aient l'intention de s'engager dans cette voie ; d'autre part, une décision consacrant la légitimité de l'ensemble des dispositions mais qui indiquerait le sens à leur conférer, de manière à ce que l'application cumulative actuelle des procédures administrative et pénale de sanction fasse place à une application alternative.

Suite à ce chaos, nomreuses ont été les voies qui ont proposé diverses réformes des dispositifs actuels de sanctions. La majeure partie des suggestions émises par les praticiens, universitaires, autorités administratives de sanction ou par les différentes commissions ou groupes de travail qui ont été créés dans le but de réfléchir à un nouveau système de répression, écartent la suppression de l'une des deux voies de répression et préconisent davantage une répartition des compétences entre les juges pénaux et les autorités administratives de sanction. Cette distribution des compétences devrait être opérée sur la base de modalités prédéterminées par le législateur. La plupart de ces critères sont en lien avec la gravité de l'abus de marché commis ou l'intention de l'auteur. Nous-mêmes proposons une répartition des compétences fondée sur le critère de l'intentionnalité de l'infraction boursière, auquel toutefois nous ajoutons celui des instruments financiers négociés concernés l'infraction. L'adjonction de ce second critère répond à notre volonté d'assurer la corrélation entre intensité de la protection que les autorités entendent accorder aux investisseurs, densité de la réglementation en matière de prévention de marché et proportionnalité de la répression

exercée à l'encontre des auteurs des abus de marché. La décision de l'attribution des poursuites à l'autorité judiciaire ou à l'autorité administrative devrait être prise à l'issue d'une enquête menée par les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob, placés sous le contrôle des officiers de police judiciaire, dans le cadre d'une enquête dirigée par le procureur de la République et conduite selon les règles des codes de procédure pénale français et italien. L'implication des enquêteurs des autorités administratives est indispensable puisqu'ils sont les seuls à réellement disposer des moyens efficaces pour détecter les comportements suspects et les conduites illicites accomplies sur les marchés. Cependant, l'application des règles de procédure pénale et la direction des investigations par une autorité judiciaire confèreront à cette phase de nombreuses garanties processuelles appréciables pour les personnes mises en cause.

Enfin, nous suggérons également la mise en place d'une Commission d'indemnisation des victimes, afin que celles-ci puissent voir réparer leur préjudice devant un organe unique et selon des règles de procédure simplifiées. La composition de cette Commission, qui comprendrait des membres de l'Autorité des marchés financiers ou de la Consob et un magistrat de l'ordre judiciaire, permettrait de préserver d'une part, les garanties liées au procès équitable et d'autre part, une indemnisation certainement facilitée par la présence des membres des autorité administratives de sanction dont les compétences serviraient incontestablement pour l'évaluation du préjudice subi mais également pour la détermination de l'indemnisation susceptible d'être accordée.

772. Conclusion du second titre : La confrontation des systèmes français et italiens des abus de marché a mis en lumière une convergence quant à la nature des mesures répressives instituées. Les peines privatives de liberté se retrouvent dans chacun des États pour les infractions boursières commises dans leur forme pénale. Cependant, alors que les magistrats italiens n'hésitent pas y recourir, les juges français sont bien plus frileux. Le même constat peut être dressé à l'égard des sanctions accessoires, telles que la confiscation des biens correspondant au profit retiré de l'infraction ou les sanctions d'interdiction professionnelle. Relativement aux sanctions pécuniaires, qui se retrouvent tant pour les délits pénaux que pour les manquements administratifs, les disparités liées aux *quanta* sont nombreuses. La répression italienne est bien plus sévère relativement aux délits ; en revanche, la répression française est bien plus élevée au regard des sanctions applicables aux manquements administratifs. Cependant, ces différences sont à minimiser en ce sens que les autorités italiennes comme les autorités françaises, judiciaires ou administratives, ont la possibilité de prononcer des sanctions pécuniaires en tenant compte du produit ou du profit résultant de l'infraction.

Concernant la responsabilité des personnes morales, il a été montré que l'Italie comme la France l'ont instituée sous deux formes. De ce point de vue, les droits français et italien répondent déjà parfaitement aux exigences par l'Union européenne qui a consacré une telle responsabilité par la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014[1366]. Le versant administratif est semblable dans les deux États, en ce sens qu'il importe peu que ce soit un dirigeant ou un préposé qui ait commis l'infraction boursière dans l'intérêt ou au bénéfice de la personne morale. Au contraire, relativement aux responsabilités pénales qui découlent de la commission d'une infraction, les différences sont nombreuses notamment en ce qui concerne les conditions de mise en œuvre d'une telle responsabilité. En France, il suffit que l'infraction ait été commise par l'organe le représentant de la personne morale et dans l'intérêt de cette dernière, alors qu'en Italie, au-delà de cette exigence, il en est posé une autre, propre à la personne morale ou au groupement privé de la personnalité juridique : elle réside dans un défaut

[1366] 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.

organisationnel constitutif d'un manquement administratif, qui se manifeste par une absence ou une insuffisance des contrôles ou de la surveillance exercés. Seule la réunion de ces deux éléments permet en Italie d'imputer infraction pénale à une personne morale. Au contraire, les sanctions prononcées à l'égard de ses sujets de droit se remblent amplement dans les deux pays ; elles sont également similaires à celles prononcées à l'égard des personnes physiques.

Le caractère sévère de ces sanctions n'empêchait, pas jusqu'il y a peu de temps encore, les magistrats français et italiens de cumuler les sanctions administratives et pénales en matière boursière suite à la mise en œuvre des poursuites tant par l'autorité judiciaire que par l'Autorité des marchés financiers ou la Consob. La seule limite à cette pratique résidait dans la faculté du juge pénal d'imputer le montant de la sanction pécuniaire préalablement infligée par l'autorité administrative sur celui de la peine prononcée par le juge pénal. Une telle solution n'apparaissait guère proportionnée au regard des objectifs poursuivis de protection des investisseurs et de correct fonctionnement des marchés financiers. La Cour européenne des droits de l'homme et la Cour de justice de l'Union européenne ont censuré la mise en œuvre de poursuites pénales et administratives à l'égard d'une même personne et sur le fondement des mêmes faits, compris dans une acception matérielle, dès lors que les sanctions administratives étaient susceptibles de revêtir une coloration pénale. Ces solutions retenues à un niveau supranational ont poussé le Conseil constitutionnel français d'une part, et pour le moment, la Cour de cassation italienne d'autre par,t à remettre en cause la pratique du cumul des poursuites et des sanctions administratives et pénales en matière boursière.

Dès lors, il est nécessaire de reconstruire les dispositifs de sanction qui pour l'heure sont dans l'incertitude. Il est certain qu'aucun modèle de répression ne s'avère unanimement optimal, mais il existe au moins un consensus sur le fait qu'il ne semble pas opportun de supprimer l'une ou l'autre voie et qu'il faudrait préférer à cette solution une nouvelle distribution des compétences entre autorités administratives et juges pénaux. Les critères souvent proposés se réfèrent à la gravité de l'abus de marché ou au caractère intentionnel de l'infraction boursière, ce qui nous a conduit à tenir compte de la psychologie de l'auteur. À ce critère, nous ajoutons celui des instruments financiers objet de l'abus de marché, afin d'assurer une corrélation entre l'intensité de la protection des investisseurs que les autorités souhaitent accorder, la densité de la réglementation en

matière de prévention des infractions boursières par l'information financière et la proportionnalité de la répression à l'égard des abus de marché.

Pour finir, il a également été mis en limière que les conditions d'indemnisation des victimes diffèrent amplement d'un pays à l'autre : alors que les juridictions italiennes réparent un préjudice de nature patrimoniale, les magistrats français lui préfèrent la perte de chance. Cette dernière qualification a le mérite de faciliter la preuve des dommages qui découlent d'infractions boursières, mais elle conduit également à une indemnisation partielle des victimes, alors qu'il est des hypothèses avérées où une perte liée à la dépréciation des titres objet des infractions peut être caractérisée. Par ailleurs, concernant l'indemnisation des préjudices des autorités de surveillance des marchés, que sont l'Autorité des marchés financiers et la la Consob nous semble aberrante. Il ne nous paraît pas non plus correct d'assimiler ces autorités à des associations d'investisseurs ou d'actionnaires agréés qui défendraient les intérêts de leurs membres : il s'agit d'autorités de poursuite et de sanction des abus de marché ; dès lors il ne devrait pas être possible de les autoriser à se constituer partie civile et à demander réparation pour les dommages causés à l'intégrité des marchés.

773. Conclusion de la seconde partie : L'analyse de la répression des abus de marché menée dans cette seconde partie nous a conduits à dresser différents constats. En premier lieu, nous pouvons constater une harmonisation forte des dispositions françaises et italiennes réprimant les abus de marché tant dans leur versant administratif que dans leur versant pénal. Elle se se révèle pas aussi poussée que la convergence mise en lumière en matière de transparence financière, mais cela peut s'expliquer par le fait que la mise en œuvre d'une politique criminelle, quand bien même elle se réfèrerait à des infractions économiques et financières, relève toujours, au moins pour partie, de la souveraineté propre des États. D'ailleurs, les disparités observables ne concernent pas tant la définition des comportements incriminés, que leur champ d'application et les limites de leurs sanctions.

En deuxième lieu, les dispositifs de sanction semblent adaptés en ce que les mesures répressives instituées ou envisagées apparaissent réellement dissuasives, tant par leur nature que par leur *quantum*. Il est toutefois regrettable que les sanctions accessoires ne soient pas plus utilisées par les magistrats français.

En troisième lieu, l'indemnisation des victimes se développe peu a peu et il semblerait que la jurisprudence comme les autorités législatives, du moins françaises, aient pris conscience des difficultés liées à la démonstration du préjudice qu'elles ont subi et tentent d'atténuer ces obstacles en retenant d'une part, la nature de perte de chance du préjudice d'intemnisable, et permettant d'autre part, que ces dernières puissent accéder aux éléments recueillis par l'Autorité des marchés financiers au cours des enquêtes qu'elle a menées. En revanche, l'indemnisation accordée par les magistrats italiens est davantage liée à la nature patrimoniale du préjudice, ce qui permet une indemnisation intégrale des victimes, qui ne se retrouve pas nécessairement dans les décisions rendues par les magistrats français. Pour finir, la possibilité pour les autorités de marché de se constituer partie civile afin de demander la réparation du préjudice causé à l'intégrité du marché semble devoir disparaître étant donné qu'elles sont susceptibles de poursuivre les auteurs d'abus de marché dans le but de leur infliger une sanction administrative.

En quatrième et dernier lieu, la combinaison des sanctions administratives et pénales devait prendre fin au regard de la sévérité des sanctions encourues. Les Cours européennes ont déclenché le processus de réforme par les décisions censurant les cumuls de poursuites et de sanctions susceptibles d'être assimilés à de la matière pénale, ce qui a incité les juridictions françaises et italiennes à remettre en cause leurs

pratiques. Un modèle de répartition des compétences en matière de répression des abus de marché, fondés sur l'intention de l'auteur et les instruments financiers ou actifs objet des infractions ayant été proposé, nous pouvons à présent déterminer la nature et le quantum des sanctions applicables. Pour commencer, il nous apparaît indispensable de conserver l'ensemble des sanctions accessoires applicables, et supprimant toutefois leur caractère automatique et en laissant l'évaluation de l'opportunité de prooncer de telles sanctions à l'autorité de répression compétente. Les peines fixées par le législateur italien pour les abus de marché des articles 184 et 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière ne nous semblent pas devoir être modifiées lorsqu'elles concernent les instruments financiers sur les marchés règlementés. Nous suggérons cependant une répression pénale des personnes qui pourraient être qualifiées d'initiés tertiaires au sens de la classification tripartite que nous avons présentée ; toutefois, afin de marquer le caractère davantage répréhensible du comportement des dirigeants, actionnaires majoritaires, investisseurs professionnels et professionnels des marchés, nous préconisons l'institution d'une circonstance aggravante. En revanche, au vu de la distribution des compétences proposées entre juge répressif et autorité administrative, nous reommandons la suppression des délits situés hors du texte unique en matière d'intermédiation financière, c'est-à-dire l'infraction de l'article 501 du Code pénal italien, qui n'est plus vraiment appliqué d'ailleurs, et celle de l'article 2637 du Code civil dans la partie où elle vise les instruments financiers non cotés ou pour lesquels aucune demande d'admission aux négociations sur un marché règlementé a été présentée. En revanche, il nous paraît judicieux de diminuer le montant des sanctions administratives, afin que s'exprime pleinement la force symbolique de la sanction pénale, qui traduit une réprobation sociale qui l'on ne retrouve pas dans la sanction administrative. Le même raisonnement est applicable aux sanctions administratives françaises. Enfin, nous estimons nécessaire d'élever les sanctions pénales des abus de marché insérés au sein du Code monétaire et financier et de diminuer les sanctions administratives, afin là encore de marquer avec force la distinction entre les délits pénaux particulièrement stimagtisés par la société et les manquements administratifs davantage objectifs, et *a priori* moins grave. Nous préconisons une peine d'emprisonnement d'une durée de cinq ans, à l'image de ce qui est encouru pour l'escroquerie[1367]. Quant aux personnes morales, si l'application du coefficient de quintuple ne pose aucun problème aux

[1367] Art. 314-1, C. pén.

amendes pénales dont le montant est fixé par le législateur, il ne nous semble pas judicieux de l'appliquer aux dispositions prévoyant déjà un tel coefficient par référence au profit de l'infraction. Une solution contraire apparaîtrait clairement disproportionnée et se prépercuterait inutilement sur la situation patrimoniale de la société au préjudice des salariés, actionnaires ou autres créanciers[1368].

[1368] L'ensemble de ces prospositions est formalisé dans les dispositions du Code monétaire et financier et du texte unique en matière d'intermédiation financière réécrites en toute fin de ces travaux, p. 458 des présents travaux.

774. Conclusion générale : La lutte contre les abus de marché s'est fortement amplifiée au cours des quarante dernières années. Cet essor s'est manifesté de deux manières : d'une part, au travers de l'intensification de la règlementation en matière d'information financière et de l'accroissement de la sévérité des sanctions encourues en cas de commission d'abus de marché ; d'autre part, par le biais d'une triple extension de son champ d'application au regard des acteurs concernés, des marchés soumis aux normes applicables en la matière et de l'internationalisation qui a conduit au rapprochement des législations en la matière.

Les Communautés européennes puis l'Union ont été les moteurs naturels de cette harmonisation dans le but de permettre le développement du marché unique européen, destiné à assurer la compétitivité des places boursières européennes. Dès lors, les directives et règlements se sont multipliés afin d'homogénéiser les règles d'organisation et de fonctionnement des marchés. De même, afin d'assurer l'efficacité de ces derniers et d'impliquer les citoyens dans ce processus, il a fallu gagner leur confiance ce qui s'est traduit par une augmentation des obligations d'information à leur égard et par une amélioration de la qualité des renseignements fournis. Ainsi, tout opérateur est susceptible d'engager sa responsabilité à l'égard des épargnants ou investisseurs potentiels : les émetteurs et leurs dirigeants bien sûrs, mais également les commissaires aux comptes, les analystes financiers, les journalistes, les agences de notation et surtout, les autorités de surveillance des marchés, qui veillent à la protection des investisseurs mais également au fonctionnement régulier des marchés et qui sanctionnent également les conduites illicites qu'elles détectent aux côtés des autorités judiciaires.

La répression, domaine purement régalien au premier abord, s'est également transformée au regard de la multiplication des infractions boursières, de la complexification du fonctionnement des plateformes d'échange et des produits financiers et de l'internationalisation de la délinquance. Aujourd'hui, le noyau dur de cette répression concerne les abus de marché qui couvrent quasiment l'intégralité des marchés, à l'exception des marchés de gré à gré dans certaines hypothèses. L'arsenal répressif est lourd et l'exercice des poursuites des comportements prohibés appartient à la fois à des autorités judiciaires et administratives.

Toutes les règles applicables dans le cadre de la prévention et de la répression des abus de marché impulsées par l'Union européenne ont permis une homogénéisation des législations, particulièrement marquée en ce qui concerne la France et l'Italie. Les

normes destinées à assurer la transparence financière sont fortement ressemblantes, tout comme celles qui régissent l'activité des journalistes, analystes financiers ou agences de notation. Il en est de même des dispositions qui confèrent de nombreux pouvoirs aux autorités de surveillance des marchés, l'Autorité des marchés financiers et la Consob, et qui protègent leur activité par le biais d'infractions qui sanctionnent les entraves qui leur sont opposées. La convergence des législations française et italienne se manifeste aussi au travers des définitions très similaires des abus de marché. En la matière, bien que l'harmonisation ne soit pas aussi intense qu'en matière de prévention, les disparités existantes ne constituent pas de réels obstacles à la lutte contre les infractions boursières en Europe. En revanche, les divergences et imperfections rencontrées dans les deux États sont le signe de la perfectibilité du système et d'une possibilité de renforcement de l'harmonisation de la répression, qui pourrait se traduire par la proposition d'un modèle commun d'articulation des compétences administratives et pénales, dont une ébauche a pu être dessinée dans les textes les plus récents. De même, le développement naissant de l'indemnisation des victimes d'infractions boursières en Europe est caractérisé par des règles changeantes et en constante évolution, appliquées par des magistrats hésitants. Il serait peut-être opportun pour l'Union européenne, qui garantit en amont une protection forte des investisseurs par son intense règlementation en matière de transparence et par le lourd arsenal répressif qu'elle a institué, d'instaurer des règles minimales pour l'indemnisation des préjudices des victimes d'infractions boursières. Cela pourrait passer par exemple, par la préconisation d'une indemnisation systématique au titre de la perte de chance dès lors que la victime démontre l'existence d'un préjudice et le lien entre ce dernier et la commission de l'infraction, l'indemnisation au moins forfaitaire de ce préjudice et la facilitation de la démonstration des dommages subis par la possibilité pour les victimes d'utiliser les éléments recueillis par les différentes autorités administratives au cours de leurs enquêtes. Evidemment, l'ensemble des suggestions émises pour renforcer l'harmonisation en matière de lutte contre les abus de marché au sein de l'Union européenne résulte des imperfections, disparités et difficultés observées lors de l'étude des systèmes de droit français et italien. Cependant, il conviendrait certainement de les adapter ou de les nuancer au regard des particularités des dispositifs mis en place par les autres États membres de l'Union européenne.

DISPOSITIONS RÉÉCRITES DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER

Art. L. 465-1. Champ d'application

« Les abus d'informations privilégiées et les manipulations de marché définis au présent titre s'appliquent selon les modalités définies dans les articles suivants aux :

- instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- quotas d'émission de gaz à effet de serre ou produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- indices de référence. »

Art. L. 465-2-1. Définitions

« Peut être sanctionnée dans le cadre des abus d'informations privilégiées, toute personne qui possède en connaissance de cause une information privilégiée.

Lorsqu'il s'agit d'une personne exerçant des fonctions d'administration, de direction ou de contrôle au sein de l'émetteur, la détention de l'information privilégiée est présumée.

Constitue une information privilégiée, l'information confidentielle, précise et sensible, qui concerne directement ou indirectement :

- un ou plusieurs instruments financiers qu'ils soient négociés sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier, ou sur un système multilatéral de négociation au sens de l'article L. 424-1 du Code monétaire et financier organisé ou non ;

- un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers dont les titres sont négociés sur ces plateformes ;

- un ou plusieurs quotas d'émission de gaz à effet de serre au sens de l'article 3, c) de la directive n° 2003/87/CE ou un ou plusieurs produits basés sur ces derniers, négociés sur les plateformes réglementées à cet effet ;

- un ou plusieurs participants aux plateformes de négociation réglementées relatives à ces quotas ou aux produits basés sur ces derniers ;

- un ou plusieurs instruments dérivés sur matières premières, ou un ou plusieurs contrats commerciaux relatifs à ces matières premières au sens de l'article 3, paragraphe 1, point 15) du règlement (UE) n° 596/2014 ;

- un indice de référence au sens de l'article 3, paragraphe 1, point 29) du règlement (UE) n° 596/2014 ;
- la préparation ou la réalisation d'une opération financière relative à au moins l'un des actifs ou entités précédemment mentionnés ; ou
- la préparation ou la mise en œuvre d'activités délictueuses en lien avec au moins l'un des éléments précédemment mentionnés.

Une information doit être considérée comme précise dès lors qu'elle mentionne un ou plusieurs évènements ou circonstances qui se sont produits ou sont susceptibles de se produire et qu'il est possible d'en tirer une conclusion quant à la possibilité d'une variation inhabituelle des cours des actifs qu'elle concerne.
Pour évaluer la possibilité d'une variation inhabituelle des cours des actifs que l'information concerne, les autorités se placent au jour de la commission de l'infraction et se fondent sur les circonstances spécifiques de l'affaire en tenant compte notamment :
- de l'objet de l'information et de l'impact produit précédemment lors des annonces d'informations qui avaient le même objet ;
- du lien entre cet objet et le fonctionnement, l'activité ou le secteur d'activité de l'émetteur ;
- de la nature et de l'impact des autres informations diffusées au cours de la même période ;
- de la nature des informations qui entraînent habituellement des variations de cours significatives sur les actifs concernés ;
- des informations que les participants aux négociations considèrent habituellement pertinentes pour fonder leurs décisions sur les marchés au sein desquels sont négociés ces actifs, en particulier au regard de la règlementation applicable en matière de publication des données relatives à ces actifs ou à ces marchés.

Une information doit être considérée comme sensible dès lors que sur la base d'un raisonnement rationnel, elle permet de tirer une conclusion quant au sens de la variation du cours des actifs qu'elle concerne.
Pour évaluer la sensibilité d'une information, les autorités se placent au jour de la commission de l'infraction et se fondent sur les circonstances spécifiques de l'affaire en tenant compte notamment :
- de l'objet de l'information ;
- du sens de la nouvelle par rapport aux prévisions du marché, en particulier s'il existait un consensus de marché ;
- de la nature et de l'impact des autres informations diffusées au cours de la même période ;

- de l'impact produit antérieurement par des nouvelles de même nature ».

Art. L. 465-2-2. Abus d'informations privilégiées

« I. Constitue une utilisation illicite d'information privilégiée, le fait pour un initié d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code dès lors que cette acquisition ou cette cession a été déterminée ou confortée par la détention de ladite information, sans que la recherche d'un profit ne soit nécessaire.

L'infraction doit être considérée comme consommée au moment de l'exécution de l'ordre d'acquisition ou de cession.

Le fait d'émettre un ordre d'acquisition ou de cession relatif à l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code qui n'a pu être exécuté indépendamment de la volonté de son émetteur, constitue une tentative d'utilisation illicite d'informations privilégiées.

Toute personne ayant participé à la mise en œuvre de l'opération d'acquisition ou de cession, en connaissance de l'information et de son caractère privilégié se rend complice d'utilisation illicite d'informations privilégiées. »

« II. Constitue une communication illicite d'information privilégiée, le fait pour un initié de révéler, par quelque moyen que ce soit, à une ou plusieurs personnes, déterminées ou non, une information privilégiée, hors les cas où sa révélation est strictement nécessaire à l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions.

L'élaboration ou la transmission d'un support contenant une information privilégiée constitue une tentative de communication illicite d'information privilégiée, si ledit support n'est pas parvenu à son destinataire pour des raisons indépendantes de la volonté de celui qui l'élabore ou le transmet.

Toute personne qui transmet en connaissance de cause, par quelque moyen que ce soit, pour le compte de l'initié, une information privilégiée se rend complice de communication illicite d'informations privilégiées.

Lorsque le tiers qui a obtenu l'information privilégiée dans les conditions mentionnées aux précédents alinéas du présent paragraphe, est conscient du caractère privilégié de cette information, il doit s'abstenir d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code, à peine de commettre une utilisation illicite d'information privilégiée au sens de l'article précédent, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'a pas été déterminée ou confortée par

l'obtention de ladite information. Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité d'utilisation illicite d'information privilégiée dans les conditions définies au précédent paragraphe.

Il doit également s'abstenir de révéler, par quelque moyen que ce soit, à une ou plusieurs personnes, déterminées ou non, cette information privilégiée, hors les cas où sa révélation est strictement nécessaire à l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions, à peine de commettre une communication illicite d'information privilégiée. Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité de communication illicite d'information privilégiée dans les conditions définies aux alinéas 2 et 3 du présent paragraphe. »

« III. Constitue une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, le fait pour un initié d'émettre à un tiers, un conseil ou une suggestion, motivée ou confortée par la détention de ladite information, destinée à lui faire acquérir ou céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code.

Constitue également une recommandation illicite, l'incitation d'un tiers par un initié, motivée ou confortée par la détention d'une information privilégiée, à acquérir ou à céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code.

L'élaboration ou la transmission d'un support contenant une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, au sens des deux alinéas précédents, constitue une tentative de recommandation illicite, si ledit support n'est pas parvenu à son destinataire pour des raisons indépendantes de la volonté de celui qui l'élabore ou le transmet.

Toute personne qui en connaissance de cause, conseille ou suggère à un tiers, par quelque moyen que ce soit, pour le compte de l'initié, d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code, se rend complice de recommandation illicite d'utilisation d'informations privilégiées. Il en est de même lorsque cette personne incite le tiers à acquérir ou céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code.

Le tiers auquel l'initié a conseillé ou suggéré d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code, et qui est conscient que ce conseil ou

cette suggestion est fondée sur la détention d'une information privilégiée, doit s'abstenir de tirer partie de ce conseil ou de cette suggestion à peine de commettre une utilisation illicite d'information privilégiée au sens du paragraphe I du présent article, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'est pas déterminée ou confortée par ledit conseil ou ladite suggestion. Le tiers doit également s'abstenir d'agir lorsqu'il a été incité à acquérir ou à céder à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code, et qu'il est conscient du fait que l'initié l'a incité sur le fondement d'une information privilégiée, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'est pas déterminée ou confortée par cette incitation.

Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité d'utilisation illicite d'information privilégiée dans les conditions définies au paragraphe I du présent article. »

« IV. Les personnes physiques qui se rendent coupables d'utilisation illicite d'information privilégiée ou de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions d'euros lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées aux deux points précédents.

Encourent les mêmes peines les personnes qui se rendent coupables de diffusion illicite d'informations privilégiées, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent.

Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la peine maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au quintuple du profit retiré ou de la perte évitée.

V. Les personnes physiques qui se rendent coupables d'utilisation illicite d'informations privilégiées, de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée encourent

une sanction administrative pécuniaire de 5 millions d'euros lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

Encourent les mêmes sanctions administratives les personnes qui se rendent coupables de diffusion illicite d'informations privilégiées lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et que les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent, ou lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle.

Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la sanction administrative maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au triple du profit retiré ou de la perte évitée. »

Art. L. 465-2-3. Diffusion d'informations fausses ou trompeuses

« I. Constitue une diffusion d'informations fausses ou trompeuses le fait de communiquer à une ou plusieurs personnes déterminées et de diffuser dans le public, par quelque moyen que ce soit, des informations ou des rumeurs relatives l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code de nature à altérer le correct processus de formation des cours résultant de la confrontation de l'offre et de la demande relative à ces instruments financiers ou actifs.

II. Les personnes physiques qui se rendent coupables de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions d'euros lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées aux deux points précédents.

III. Les personnes physiques qui se rendent coupables de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs encourent une sanction administrative pécuniaire de 5 millions d'euros lorsque les informations ou les rumeurs concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

Encourent les mêmes sanctions administratives les personnes qui se rendent coupables de diffusion d'informations fausses ou trompeuses lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle.

Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la sanction administrative maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au triple du profit retiré ou de la perte évitée.

Toutefois, les personnes coupables encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions lorsque les diffusions d'informations fausses, ou de rumeurs mentionnées au premier alinéa du présent article ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères. Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la peine maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au quintuple du profit retiré ou de la perte évitée. »

Art. L. 465-2-4. Manipulations de cours

« I. Constitue une manipulation de cours le fait d'émettre des ordres boursiers ou de réaliser des opérations portant sur l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code, qui intrinsèquement ou accomplis dans des circonstances particulières, sont susceptibles d'entraver le correct processus de formation des cours résultant de la confrontation de l'offre et de la demande relative à ces instruments financiers ou actifs.

Peuvent notamment être pris en compte le moment auquel les ordres sont émis ou les opérations sont réalisées ou le volume, la fréquence et le sens des ordres émis ou des opérations réalisées ; le fait que les opérations interviennent dans le cadre d'une action concertée d'individus.

II. Les personnes physiques qui se rendent coupables de manipulations de cours encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions d'euros lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

III. Les personnes physiques qui se rendent coupables de manipulations de cours encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions d'euros lorsque les manipulations de cours portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

Les mêmes peines s'appliquent lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle.

Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la sanction administrative maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au triple du profit retiré ou de la perte évitée.

Toutefois, les personnes coupables encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions lorsque les manipulations de cours mentionnées au premier alinéa du présent article ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères. Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la peine maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au quintuple du profit retiré ou de la perte évitée. »

Art. L. 465-2-5. Sanctions accessoires

« I. L'autorité compétente peut prononcer à l'égard des auteurs des infractions mentionnées aux articles L. 465-2-2 à L. 465-2-4 du Code monétaire et financier une ou plusieurs des mesures mentionnées à l'article L. 500-1, I du Code monétaire et financier.

La durée de l'interdiction peut être temporaire dans une limite de 10 ans ou définitive :

- lorsque l'infraction est une utilisation illicite d'informations privilégiées ou une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent des instruments ou actifs négociés sur les marchés

règlementés ou sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ; des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ; les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées précédemment ;

- lorsque l'infraction est une diffusion illicite d'informations privilégiées, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés au point précédent ;
- lorsque l'infraction est une manipulation de marché commise de façon intentionnelle et qui porte sur : des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ; des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

Sa durée ne peut dépasser 10 ans :

- lorsque l'infraction est une utilisation illicite d'informations privilégiées ou une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ; des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ; des indices de référence ;
- lorsque l'infraction est une diffusion illicite d'informations privilégiées ou une diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et que les informations en cause concernent les éléments mentionnés au point précédent, ou lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle ;
- lorsque l'infraction est une manipulation de cours commise de façon non intentionnlle ou qui porte sur des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation, des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré, ou des indices de référence, sauf si elles ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères. Dans ce cas, la durée de la sanction est comprise entre six mois et deux ans.

II. L'autorité compétente peut également décider de publier sa décision de sanction en cas d'abus d'informations privilégiées ou de manipulations de marché. »

III. En cas d'abus d'informations privilégiées ou de manipulations de marché, l'autorité compétente peut appliquer une sanction de confiscation portant sur le profit retiré ou de l'infraction ou sur les pertes évitées grâce à cette infraction, ainsi que sur les biens utilisés pour la commettre.

Lorsque ces biens ne peuvent être identifiés, il est possible de prononcer une confiscation portant sur des biens de valeur équivalente à celles du profit, de la perte et des biens utilisés pour commettre l'infraction.

En aucun cas, la confiscation ne peut porter sur des biens appartenant à des tiers. »

Art. L. 465-3. Sanction des personnes morales

« Les personnes morales sont responsables dans les conditions de l'article 121-2 du Code pénal des infractions des articles L. 465-2-2 à L. 465-2-4 du Code monétaire et financier.

Dans ce cas, elles encourent le quintuple des amendes et sanctions administratives pécuniaires fixes encourues par les personnes physiques.

L'autorité peut également augmenter le montant de ces amendes ou des sanctions administratives pécuniaires selon les modalités prévues pour les personnes physiques.

Les peines complémentaires de l'article 131-39 du Code pénal peuvent être prononcées. Le cas échéant, l'interdiction mentionnée au 2° de cet article porte sur l'activité dans l'exercice ou à l'occasion de l'exercice de laquelle l'infraction a été commise. »

[…]

« CHAPITRE UNIQUE : L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

[…]

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

Sous-section 6 : Pouvoirs supplémentaires en cas de contrôle et d'enquête

Sous-section 7 : Pouvoirs spécifiques aux enquêtes

Art. L. 621-15

« Les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers sont placés sous le contrôle du procureur de la République financier.

Aux enquêtes mises en œuvre en vue de la détection des abus de marché mentionnés aux articles L. 465-1, L. 465-2 et L. 465-2-1 du présent code, sont applicables les dispositions du Code de procédure pénale relatives à l'enquête préliminaire.

Les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers disposent des pouvoirs attribués aux agents de police judiciaire. »

Sous-section 8 : Sanctions

Art. L. 621-16

I. Le procureur de la République avise le Collège de la Consob de l'achèvement de la phase d'enquête et l'informe de l'autorité à laquelle il souhaite attribuer l'exercice des poursuites.

Le Collège désigne deux de ses membres dans un délai de cinq jours selon des modalités fixées par décret. Ceux-ci transmettent leur avis au procureur de la République dans un délai de quinze jours.

Si au moins l'un des deux membres du Collège approuve l'orientation proposée par le procureur de la République, ce dernier informe les personnes mises en cause de sa décision.

Lorsqu'aucun des membres du Collège n'approuve l'orientation proposée par le procureur de la République, les deux membres du Collège et le procureur de la République disposent d'un délai d'un mois pour attribuer définitivement l'exercice des poursuites à l'autorité administrative ou judiciaire. Les personnes mises en cause sont informées de cette décision.

II. Le procureur de la République et les deux membres du Collège décident de l'orientation judiciaire et administrative des poursuites au regard des règles établies aux paragraphes suivants.

III. L'autorité judiciaire est compétente en matière d'utilisation illicite d'informations privilégiées, de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;

- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées aux deux points précédents.

L'autorité judiciaire est également compétente en cas de diffusion illicite d'informations privilégiées ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent.

L'autorité judiciaire est compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

IV. L'autorité administrative est compétente en matière d'utilisation illicite d'informations privilégiées, de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

L'autorité administrative est également compétente en cas de diffusion illicite d'informations privilégiées ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et que les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent, ou lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle.

L'autorité administrative est compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

Toutefois, l'autorité judiciaire retrouve sa compétence lors la diffusions d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs mentionnée à l'alinéa 2, ou lorsque les manipulations de cours mentionnées à l'alinéa précédent ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

L'autorité administrative est enfin compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle. »

Sous-section 9 : Composition administrative

Sous-section 10 : Injonctions et mesures d'urgence

Sous-section 11 : Autres compétences

Sous-section 12 : Déclaration d'opérations suspectes

Sous-section 13 : Coopération avec les autres autorités ».

DISPOSITIONS RÉÉCRITES DU TEXTE UNIQUE EN MATIÈRE D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Partie II. « *Opérateurs* »

Titre I. « *Dispositions générales* »

Chapitre I. « *Pouvoirs de la Consob* »

Article 5. Missions de surveillance, de contrôle et d'enquête

Article 6. Champ d'application

Article 7. Pouvoirs communs

Article 8. Pouvoirs supplémentaires en cas de contrôle et d'enquête

Article 9. Pouvoirs spécifiques aux enquêtes

Les pouvoirs d'enquêtes sont exercés selon les modalités énoncées à l'article 187-*bis* du présent texte.

[…]

Titre I-*Bis*. « Abus d'informations privilégiées et manipulations de marché »

Art. 180. Définitions

Inchangé

Art. 181. Information privilégiée

« Constitue une information privilégiée, l'information confidentielle, précise et sensible, qui concerne directement ou indirectement :

- un ou plusieurs instruments financiers qu'ils soient négociés sur un marché réglementé au sens de l'article 1, w-*ter*, du texte unique en matière d'intermédiation financière, ou sur un système multilatéral de négociation organisé ou non ;

- un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers dont les titres sont négociés sur ces plateformes ;

- un ou plusieurs quotas d'émission de gaz à effet de serre au sens de l'article 3, c) de la directive n° 2003/87/CE ou un ou plusieurs produits basés sur ces derniers, négociés sur les plateformes réglementées à cet effet ;

- un ou plusieurs participants aux plateformes de négociation réglementées relatives à ces quotas ou aux produits basés sur ces derniers ;

- un ou plusieurs instruments dérivés sur matières premières, ou un ou plusieurs contrats commerciaux relatifs à ces matières premières au sens de l'article 3, paragraphe 1, point 15) du règlement (UE) n° 596/2014 ;
- un indice de référence au sens de l'article 3, paragraphe 1, point 29) du règlement (UE) n° 596/2014 ;
- la préparation ou la réalisation d'une opération financière relative à au moins l'un des actifs ou entités précédemment mentionnés ; ou
- la préparation ou la mise en œuvre d'activités délictueuses en lien avec au moins l'un des éléments précédemment mentionnés.

Une information doit être considérée comme précise dès lors qu'elle mentionne un ou plusieurs évènements ou circonstances qui se sont produits ou sont susceptibles de se produire et qu'il est possible d'en tirer une conclusion quant à la possibilité d'une variation inhabituelle des cours des actifs qu'elle concerne.
Pour évaluer la possibilité d'une variation inhabituelle des cours des actifs que l'information concerne, les autorités se placent au jour de la commission de l'infraction et se fondent sur les circonstances spécifiques de l'affaire en tenant compte notamment :
- de l'objet de l'information et de l'impact produit précédemment lors des annonces d'informations qui avaient le même objet ;
- du lien entre cet objet et le fonctionnement, l'activité ou le secteur d'activité de l'émetteur ;
- de la nature et de l'impact des autres informations diffusées au cours de la même période ;
- de la nature des informations qui entraînent habituellement des variations de cours significatives sur les actifs concernés ;
- des informations que les participants aux négociations considèrent habituellement pertinentes pour fonder leurs décisions sur les marchés au sein desquels sont négociés ces actifs, en particulier au regard de la règlementation applicable en matière de publication des données relatives à ces actifs ou à ces marchés.

Une information doit être considérée comme sensible dès lors que sur la base d'un raisonnement rationnel, elle permet de tirer une conclusion quant au sens de la variation du cours des actifs qu'elle concerne.
Pour évaluer la sensibilité d'une information, les autorités se placent au jour de la commission de l'infraction et se fondent sur les circonstances spécifiques de l'affaire en tenant compte notamment :
- de l'objet de l'information ;

- du sens de la nouvelle par rapport aux prévisions du marché, en particulier s'il existait un consensus de marché ;
- de la nature et de l'impact des autres informations diffusées au cours de la même période ;
- de l'impact produit antérieurement par des nouvelles de même nature ».

Art. 182. Champ d'application

« 1. Peut être sanctionnée dans le cadre des abus d'informations privilégiées, toute personne qui possède en connaissance de cause une information privilégiée.
Lorsqu'il s'agit d'une personne exerçant des fonctions d'administration, de direction ou de contrôle au sein de l'émetteur, la détention de l'information privilégiée est présumée.

2. Les abus d'informations privilégiées et les manipulations de marché définis au présent titre s'appliquent selon les modalités définies dans les articles suivants aux :

- instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- quotas d'émission de gaz à effet de serre ou produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- indices de référence.

Art. 183. Exemptions

Inchangé

Art. 184. Abus d'informations privilégiées

« I. Constitue une utilisation illicite d'information privilégiée, le fait pour un initié d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article L. 465-1 du présent code dès lors que cette acquisition ou cette cession a été déterminée ou confortée par la détention de ladite information, sans que la recherche d'un profit ne soit nécessaire.

L'infraction doit être considérée comme consommée au moment de l'exécution de l'ordre d'acquisition ou de cession.

Le fait d'émettre un ordre d'acquisition ou de cession relatif à l'article 182 du présent texte qui n'a pu être exécuté indépendamment de la volonté de son émetteur, constitue une tentative d'utilisation illicite d'informations privilégiées.

Toute personne ayant participé à la mise en œuvre de l'opération d'acquisition ou de cession, en connaissance de l'information et de son caractère privilégié se rend complice d'utilisation illicite d'informations privilégiées. »

« II. Constitue une communication illicite d'information privilégiée, le fait pour un initié de révéler, par quelque moyen que ce soit, à une ou plusieurs personnes, déterminées ou non, une information privilégiée, hors les cas où sa révélation est strictement nécessaire à l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions.

L'élaboration ou la transmission d'un support contenant une information privilégiée constitue une tentative de communication illicite d'information privilégiée, si ledit support n'est pas parvenu à son destinataire pour des raisons indépendantes de la volonté de celui qui l'élabore ou le transmet.

Toute personne qui transmet en connaissance de cause, par quelque moyen que ce soit, pour le compte de l'initié, une information privilégiée se rend complice de communication illicite d'informations privilégiées.

Lorsque le tiers qui a obtenu l'information privilégiée dans les conditions mentionnées aux précédents alinéas du présent article, est conscient du caractère privilégié de cette information, il doit s'abstenir d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article 182 du présent texte, à peine de commettre une utilisation illicite d'information privilégiée au sens de l'article précédent, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'a pas été déterminée ou confortée par l'obtention de ladite information. Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité d'utilisation illicite d'information privilégiée dans les conditions définies au précédent article.

Il doit également s'abstenir de révéler, par quelque moyen que ce soit, à une ou plusieurs personnes, déterminées ou non, cette information privilégiée, hors les cas où sa révélation est strictement nécessaire à l'exercice d'un emploi, d'une profession ou de fonctions, à peine de commettre une communication illicite d'information privilégiée. Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité de communication illicite d'information privilégiée dans les conditions définies aux alinéas 2 et 3 du présent article. »

« III. Constitue une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, le fait pour un initié d'émettre à un tiers, un conseil ou une suggestion, motivée ou confortée par la détention de ladite information, destinée à lui faire acquérir ou céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article 182 du présent texte.

Constitue également une recommandation illicite, l'incitation d'un tiers par un initié, motivée ou confortée par la détention d'une information privilégiée, à acquérir ou à céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article l'article 182 du présent texte.

L'élaboration ou la transmission d'un support contenant une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, au sens des deux alinéas précédents, constitue une tentative de recommandation illicite, si ledit support n'est pas parvenu à son destinataire pour des raisons indépendantes de la volonté de celui qui l'élabore ou le transmet.

Toute personne qui en connaissance de cause, conseille ou suggère à un tiers, par quelque moyen que ce soit, pour le compte de l'initié, d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, [des actifs déterminés], se rend complice de recommandation illicite d'utilisation d'informations privilégiées. Il en est de même lorsque cette personne incite le tiers à acquérir ou céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article 182 du présent texte.

Le tiers auquel l'initié a conseillé ou suggéré d'acquérir ou de céder, à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article 182 du présent texte, et qui est conscient que ce conseil ou cette suggestion est fondé sur la détention d'une information privilégiée, doit s'abstenir de tirer partie de ce conseil ou de cette suggestion à peine de commettre une utilisation illicite d'information privilégiée au sens du paragraphe I du présent article, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'est pas déterminée ou confortée par ledit conseil ou ladite suggestion. Le tiers doit également s'abstenir d'agir lorsqu'il a été incité à acquérir ou à céder à titre gratuit ou onéreux, directement ou indirectement, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article 182 du présent texte, et qu'il est conscient du fait que l'initié l'a incité sur le fondement d'une information privilégiée, sauf dans les cas où l'acquisition ou la cession n'est pas déterminée ou confortée par cette incitation.

Le tiers peut également être poursuivi sur le fondement d'une tentative ou d'une complicité d'utilisation illicite d'information privilégiée dans les conditions définies au paragraphe I du présent article.

IV. Les personnes physiques qui se rendent coupables d'utilisation illicite d'information privilégiée ou de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions d'euros lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées aux deux points précédents.

Encourent les mêmes peines les personnes qui se rendent coupables de diffusion illicite d'informations privilégiées, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent.

Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la peine maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au quintuple du profit retiré ou de la perte évitée.

V. Les personnes physiques qui se rendent coupables d'utilisation illicite d'informations privilégiées, de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée encourent une sanction administrative pécuniaire de 5 millions d'euros lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

Encourent les mêmes sanctions administratives les personnes qui se rendent coupables de diffusion illicite d'informations privilégiées ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et que les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent, ou lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle.

Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la sanction administrative maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au triple du profit retiré ou de la perte évitée. »

Art. 185. Manipulations de marché

« I. Constitue une manipulation de marché le fait de communiquer à une ou plusieurs personnes déterminées et de diffuser dans le public, par quelque moyen que ce soit, des informations ou des rumeurs relatives à l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article 182 du présent texte de nature à altérer le correct processus de formation des cours résultant de la confrontation de l'offre et de la demande relative à ces instruments financiers ou actifs.

II. Constitue également une manipulation de marché le fait d'émettre des ordres boursiers ou de réaliser des opérations portant sur l'un des instruments financiers ou actifs mentionnés à l'article 182 du présent texte, qui intrinsèquement ou accomplis dans des circonstances particulières, sont susceptibles d'entraver le correct processus de formation des cours résultant de la confrontation de l'offre et de la demande relative à ces instruments financiers ou actifs.
Peuvent notamment être pris en compte le moment auquel les ordres sont émis ou les opérations sont réalisées ou le volume, la fréquence et le sens des ordres émis ou des opérations réalisées ; le fait que les opérations interviennent dans le cadre d'une action concertée d'individus.

III. Les personnes physiques qui se rendent coupables de manipulations de marché encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions d'euros lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

IV. Les personnes physiques qui se rendent coupables de manipulations de marché encourent une sanction administrative pécuniaire de 5 millions d'euros lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

Les mêmes peines s'appliquent lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle.

Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la sanction administrative maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au triple du profit retiré ou de la perte évitée.

Toutefois, les personnes coupables encourent 5 ans d'emprisonnement et une amende de 15 millions lorsque les manipulations de marché mentionnées à l'alinéa 1er du présent article ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères. Lorsque le profit tiré de l'infraction ou la perte évitée grâce à cette dernière peut être déterminé et dépasse le montant de la peine maximale encourue, l'autorité compétente peut porter le montant de la sanction pécuniaire jusqu'au quintuple du profit retiré ou de la perte évitée. »

Art. 186. Sanctions accessoires

« I. Les sanctions des articles 28, 30, 32-bis et 3-2-ter du Code pénal italien peuvent être appliquées aux personnes qui se sont rendues coupables d'abus d'informations privilégiées ou de manipulations de marché.

Sa durée est comprise entre six mois et deux ans :

- lorsque l'infraction est une utilisation illicite d'informations privilégiées ou une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés ou sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ; des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ; les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées précédemment ;
- lorsque l'infraction est une diffusion illicite d'informations privilégiées, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés au point précédent ;

- lorsque l'infraction est une manipulation de marché commise de façon intentionnelle et qui porte sur : des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ; des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

Sa durée ne peut dépasser un an :

- lorsque l'infraction est une utilisation illicite d'informations privilégiées ou une recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ; des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré, des indices de référence ;
- lorsque l'infraction est une diffusion illicite d'informations privilégiées ou une diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et que les informations en cause concernent les éléments mentionnés au point précédent, ou lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle ;
- lorsque l'infraction est une manipulation de cours commise de façon non intentionnlle ou qui porte sur des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation, des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré, ou des indices de référence, sauf elles ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères. Dans ce cas, la durée de la sanction est comprise entre comprise entre six mois et deux ans.

II. L'autorité compétente peut également décider de publier sa décision de sanction en cas d'abus d'informations privilégiées ou de manipulations de marché. »

Art. 187. Confiscation

« En cas d'abus d'informations privilégiées ou de manipulations de marché, l'autorité compétente peut appliquer une sanction de confiscation portant sur le profit retiré ou de l'infraction ou sur les pertes évitées grâce à cette infraction, ainsi que sur les biens utilisés pour la commettre.
Lorsque ces biens ne peuvent être identifiés, il est possible de prononcer une confiscation portant sur des biens de valeur équivalente à celles du profit, de la perte et des biens utilisés pour commettre l'infraction.
En aucun cas, la confiscation ne peut porter sur des biens appartenant à des tiers. »

Art. 187-*bis*. Pouvoirs d'enquête de la Consob

« Les enquêteurs de la Consob sont placés sous le contrôle du procureur de la République.
Aux enquêtes mises en œuvre en vue de la détection des abus de marché mentionnés aux articles 184 et 185 du texte unique en matière d'intermédiation financière, sont applicables les dispositions du Code de procédure pénale relatives à l'enquête de police.
Les enquêteurs de la Consob disposent des pouvoirs attribués aux agents de police judiciaire. »

Art. 187-*ter*. Sanctions

I. Le procureur de la République avise le Collège de de la Consob de l'achèvement de la phase d'enquête et l'informe de l'autorité à laquelle il souhaite attribuer l'exercice des poursuites.
Le Collège désigne deux de ses membres dans un délai de cinq jours selon des modalités fixées par décret. Ceux-ci transmettent leur avis au procureur de la République dans un délai de quinze jours.
Si au moins l'un des deux membres du Collège approuve l'orientation proposée par le procureur de la République, ce dernier informe les personnes mises en cause de sa décision.
Lorsqu'aucun des membres du Collège n'approuve l'orientation proposée par le procureur de la République, les deux membres du Collège et le procureur de la République disposent d'un délai d'un mois pour attribuer définitivement l'exercice des poursuites à l'autorité administrative ou judiciaire. Les personnes mises en cause sont informées de cette décision.

II. Le procureur de la République et les deux membres du Collège décident de l'orientation judiciaire et administrative des poursuites au regard des règles établies aux paragraphes suivants.

III. L'autorité judiciaire est compétente en matière d'utilisation illicite d'informations privilégiées, de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères ;
- les sociétés qui émettent les instruments ou offrent les actifs mentionnés aux deux points précédents, ou qui interviennent sur les plateformes visées aux deux points précédents.

L'autorité judiciaire est également compétente en cas de diffusion illicite d'informations privilégiées ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et lorsque les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent.

L'autorité judiciaire est compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur les marchés règlementés, sur des systèmes multilatéraux organisés de négociation, ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée à l'autorité compétente ;
- des quotas d'émission de gaz à effet de serre ou des produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

IV. L'autorité administrative est compétente en matière d'utilisation illicite d'informations privilégiées, de recommandation illicite d'accomplir une opération sur la base d'une information privilégiée, lorsque les informations privilégiées concernent :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

L'autorité administrative est également compétente en cas de diffusion illicite d'informations privilégiées ou de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs, lorsque celles-ci sont commises de façon intentionnelle et que les informations en cause concernent les éléments mentionnés à l'alinéa précédent, ou lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle.

L'autorité administrative est compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon intentionnelle et lorsqu'elles portent sur :

- des instruments ou actifs négociés sur des systèmes multilatéraux non organisés de négociation ;
- des actifs échangés sur des plateformes de négociation de gré à gré ;
- des indices de référence.

Toutefois, l'autorité judiciaire retrouve sa compétence lors la diffusions d'informations fausses ou trompeuses, ou de rumeurs mentionnée à l'alinéa 2, ou lorsque les manipulations de cours mentionnées à l'alinéa précédent ont porté atteinte à l'intégrité de marchés règlementés, de systèmes multilatéraux de négociation ou de plateformes agréées sur lesquelles sont échangés les quotas d'émission de gaz à effet de serre et les produits basés sur ces derniers et mis aux enchères.

L'autorité administrative est enfin compétente en cas de manipulation de cours lorsqu'elles sont commises de façon non intentionnelle. »

ANNEXE 1
LISTE DES PRINCIPALES NORMES APPLICABLES AUX ABUS DE MARCHES

Normes européennes

- *Directives*

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 2003/124/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 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 ;

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 conflits d'intérêts, *J.O.U.E.* L 339 du 24 déc. 2003, pp. 73-77 ;

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 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 ;

- *Règlements*

Règlement 2273/2003 de la Commission du 23 déc. 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers ;

Règlement 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. 1-171 ;

Normes françaises

- *Lois*

Loi organique n° 2013-1115 du 6 décembre 2013 relative au procureur de la République financier, *J.O.R.F.* n° 0284, 7 déc. 2013 p. 19939 ;

Loi n° 88-70 du 22 janv. 1970 sur les bourses de valeur, *J.O.R.F.* du 23 janv. 1988, p. 1111 ;

Loi n° 2001-1062 du 15 nov. 2001 relative à la sécurité quotidienne, *J.O.R.F.* 266 du 16 nov. 2001, p. 18215 ;

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

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° 2005-1564 du 15 déc. 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine de l'assurance, *J.O.R.F.* n° 292 du 16 déc. 2005, p. 19348 ;

Loi n° 2007-1774 du 17 déc. 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier, *J.O.R.F.* n° 0293 du 18 déc. 2007, p. 20354 ;

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° 2009-526 du 12 mai 2009 de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures, *J.O.R.F.* n° 0110 du 13 mai 2009, p. 7920 ;

Loi n° 2010-1249 du 22 oct. 2010 de régulation bancaire et financière, *J.O.R.F.* n° 0247 du 23 oct. 2010, p. 18984 ;

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 ;

Loi n° 2013-672 du 26 juil. 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *J.O.R.F.* n° 0173 du 27 juil. 2013, p. 12530 ;

Loi n° 2013-1117 du 6 déc. 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale la grande délinquance économique et financière, *J.O.R.F.* n° 0284, 7 déc. 2013, p. 19941 ;

- *Ordonnances*

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 ;

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 ;

Ordonnance n° 2005-429 du 6 mai 2005 modifiant le code monétaire et financier (partie législative), *J.O.R.F.* n° 105 du 7 mai 2005, p. 7934 ;

Ordonnance n° 2009-233 du 26 fév. 2009 réformant les voies de recours contre les visites domiciliaires et les saisies de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0049 du 27 fév. 2009, p. 3486 ;

Ordonnance n° 2014-158 du 20 fév. 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière, *J.O.R.F.* n° 0044 du 21 fév. 2014, p. 3022 ;

- *Décrets*

Décret n° 2008-893 du 2 sept. 2008 relatif à la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, *J.O.R.F.* n° 0207 du 5 sept. 2008, p. 13919 ;

- *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° 90-08 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*

- Règlements

Règlement général de l'Autorité des marchés financiers

- Recommandations

AMF, Recommandation n° 2006-11 du 18 janv. 2006, « Établissement des listes d'initiés par les émetteurs d'instruments financiers » ;

AMF, Recommandation n° 2010-07 du 3 nov. 2010, modifiée le 8 juil. 2013, dite « Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées » ;

Normes italiennes

- *Lois*

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

- *Décrets législatifs*

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 ;

- *Normes élaborées 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. 16191 della Consob del 29 ott. 2007, « Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati » ;

- Délibérations

Delibera n. 16839 della Consob del 19 marzo 2009, « ammissione delle prassi di mercato previste dall'art. 180, comma 1, lettera c), del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 inerenti: a) all'attività di sostegno della liquidità del mercato, b) all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. magazzino titoli » ;

Delibera n. 18406 della Consob del 13 dic. 2012, « ammissione, ai sensi dell'art. 180, comma 1, lettera c), del D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, della prassi di mercato inerente al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate » ;

- Recommandations

Raccomandazione n. DME/2080535 della Consob del 9 dic. 2002, « Raccomandazioni in materia di informazioni contabili periodiche e su fatti rilevanti delle società calcistiche quotate » ;

Raccomandazione n. DME/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 » ;

- Communications

Comunicazione n. DME/2069612 della Consob del 24 ott. 2002, « Quesiti in merito all'operazione di fusione per incorporazione della .... nella ... e contestuale ammissione a quotazione della società incorporante » ;

Comunicazione n. DME/3069591 della Consob del 27 ott. 2003, « Quesito del 14 gennaio 2003, in merito alle modalità di diffusione di studi e statistiche » ;

Comunicazione n. DME/5078692 della Consob del 29 nov. 2005, « esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (CESR) nel documento Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive - Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette » ;

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/6027065 della Consob del 28 marzo 2006, « disciplina in materia di abusi di mercato – Segnalazione delle operazioni sospette » ;

Comunicazione n. DME/6095689 della Consob dell'1 dic. 2006, « Gestione di informazioni privilegiate da parte dell'azionista di controllo Comune di ... » ;

Comunicazione n. DME/6099329 della Consob del 18 dic. 2006, « Quesiti in merito alla contrattazione di azioni [...società A...(emittente titoli diffusi)] » ;

Comunicazione n. DCL/7017072 della Consob del 27 febb. 2007, « Quesito in relazione alla delibera Consob n. 15760 del 9 febbraio 2007 » ;

Comunicazione n. DME/10039224 della Consob del 30 apr. 2010, « disciplina in materia di abusi di mercato. Manipolazione del mercato: immissione e cancellazione di ordini ».

INDEX ALPHABÉTIQUE

Abus d'informations privilégiées

- Champ d'application 645 ; 647 ; 649
- Elément matériel

Communication en-dehors de l'activité professionnelle 666 ; 669
Communication illicite de l'information privilégiée 665 ; 713
Complicité 663
Détention de l'information 641
Instigation 662
Recommandation illicte de l'information privilégiée 676 ; 680 ; 714
Tentative 659 ; 674
Utilisation illicite de l'information privilégiée 642, 644 ; 645 ; 656 ; 658 ; 712

- Elément moral

Communication illicite de l'information privilégiée 703 ; 705
Connaissance de l'information privilégiée 534 ; 641 ; 681
Contravention 685
Imprudence / négligence 685 ; 701
Manquements 687 ; 690 ; 701 ; 702
Présomption d'utilisation de l'information privilégiée 697
Tiers conseillé ou incité 707
Recommandation illicte de l'information privilégiée 706
Utilisation illicite de l'information privilégiée 682 ; 694 ; 695 ; 699 ; 503

- Information privilégiée

Certitude 562 ; 564
Commission d'une infraction 607
Confidentialité 447 ; 451 ; 557 ; 558 ; 597
Produits dérivés sur matières premières 590 ; 592 ; 593
Définition générale 542 ; 544
Différé de publication 450 ; 452
Objet 548 ; 551 ; 585 ;

Personnes chargés d'exécuter des ordres boursiers 605 ; 630
Publication 114 ; 119 ; 443 ; 549
Précision 569 ; 571 ; 602
Processus 565 ; 569 ;
Quotas d'émission 597 ; 601
Sensibilité 571 ; 573 ; 581 ; 603

- Initié

Initié criminel 637
Initié primaire 608 ; 610 ; 616 ; 622 ; 626 ; 687
Initié secondaire 628 ; 631 ; 633
Initié tertiaire 636

- Sanctions administratives des personnes morales

Confiscation 857
Sanctions accessoires 855
Sanction pécuniaire 847 ; 850 ; 851 ; 853

- Sanctions administratives des personnes physiques

Confiscation 825
Interdictions professionnelles 819
Sanction pécuniaire 798 ; 800 ; 801 ; 803 ; 807 ; 809 ; 813

- Sanctions pénales des personnes morales

Confiscation 856
Publication de la décision 857
Sanctions accessoires 854 ; 856
Sanction pécuniaire 845

- Sanctions pénales des personnes physiques

Amendes 795 ; 797
Confiscation 823 ; 825 ; 828
Interdictions professionnelles 816 ; 818 ; 820 ; 822
Peines privatives de liberté 782 ; 784 ; 787 ; 793
Publication de la décision 828 ; 832

- Valeur sociale protégée

Doctrine 535 ; 539

Droit européen 538
Jurisprudence 537

Actionnaires
Information 121 ; 123
Initiés primaires 435

Agences de notation
Compétence des analystes 359
Conflits d'intérêts 358
Hypothèses pertinentes 360
Missions 357

Analystes financiers
Conflits d'intérêts 325
Identification 324
Influence 148
Missions 317
Neutralité 329
Recommandations 332

Autorité des marchés financiers
Contrôle de l'information financière 192, 450, 460
Information de l'Autorité 150
Injonction 196
Mission de surveillance 192 ; 208
Pouvoirs d'enquête 947
Pouvoir de règlementation 185
Pouvoirs de sanction 197

Consob
Contrôle de l'information financière 171, 437, 456
Information de l'Autorité 127

Injonction 173
Mission de contrôle 172
Mission de surveillance 170 ; 179
Pouvoirs d'enquête 947
Pouvoirs de règlementation 186
Pouvoirs de sanction 174

Diffusion d'informations fausses ou trompeuses

- Elément matériel

Communication 730
Complicité 741 ; 742
Diffusion 729 ; 731
Effet potentiel des informations 754 ; 757
Informations fausses 734
Informations trompeuses 735
Instigation 741
Moyens de la diffusion 731
Objet 732
Précision 736
Rumeurs 736
Silence 737 ; 758
Tentative 742

- Elément moral

Intention 764

- Sanctions administratives des personnes morales

Confiscation 857
Sanctions accessoires 855
Sanction pécuniaire 847 ; 850 ; 851 ; 853

- Sanctions administratives des personnes physiques

Confiscation 825
Interdictions professionnelles 819
Sanction pécuniaire 798 ; 800 ; 801 ; 803 ; 807 ; 809 ; 813

- Sanctions pénales des personnes morales

Confiscation 856
Publication de la décision 857
Sanctions accessoires 854 ; 856
Sanction pécuniaire 845

- Sanctions pénales des personnes physiques

Amendes 795 ; 797
Confiscation 823 ; 825 ; 828
Interdictions professionnelles 816 ; 818 ; 820 ; 822
Peines privatives de liberté 782 ; 784 ; 787 ; 793
Publication de la décision 828 ; 832

- Valeur sociale protégée

Correcte formation des prix 716

Efficience informationnelle

Comportement des investisseurs 142 ; 144
Définition 137
Émetteurs 131 ; 133
Imperfection 69
Initiés 144
Valeur de l'entreprise 133 ; 135 ; 137

Émetteurs

Compétitivité 152 ; 155
Document annuel 419
Document de référence 420 ; 425 ; 427 ; 439
Information financière 167 ; 264
Information privilégiée 110 ; 112 ; 114 ; 447 ; 449 ; 456
Information trimestrielle 401 ; 404
Offre publique d'achat 431
Prospectus 438, 441, 462
Rapport financier annuel 369 ; 373 ; 376 ; 385 ; 393

Rapport financier semestriel 397 ; 401

Entrave aux missions des autorités de surveillance des marchés

Auteurs 195 ; 198 ; 200 ; 203 ; 208 ; 211
Dirigeants de fait 203 ; 207
Dissimulation 225
Dol 244 ; 245 ; 247 ; 251 ; 252
Fonctions protégées 216 ; 221 ; 242
Information fausses 219
Obstacle 228 ; 233 ; 239
Omission 227 ; 238
Retard dans l'exécution des requêtes 242
Sanctions administratives 255
Sanctions pénales 253
Silence 225 ; 230
Valeurs sociales protégées 182 ; 185 ; 190 ; 193

Information financière

Diffusion effective et intégrale 269 ; 370 ; 426 ; 438 ; 445
Données chiffrées 282 ; 285 ; 290 ; 303
Données prospectives 285 ; 297 ; 300
Estimations 285
Exactitude 273 ; 275 ; 279 ; 280
Exhaustivité 269
Fiabilité 282 ; 285
Information périodique 367 ; 369 ; 372
Information permanente 445 ; 448
Objet 154 ; 283 ; 308 ; 432 ; 434
Précision 274 ; 296, 306 ; 310
Prévisions 288 ; 290
Qualité 273 ; 329 ; 382 ; 401
Sincérité 273 ; 312 ; 316

Information périodique

Contrôleurs légaux des comptes 385 ; 396 ; 460
Document de référence 416 ; 422 ; 424
Information hebdomadaire 407
Information mensuelle 407
Information semestrielle 399
Information trimestrielle 401 ; 404
Marché règlementé 373 ; 408
Rapport financier annuel 376 ; 380 ; 383 ; 393
Rapport de gestion 387
Système multilatéral de négociation 374

Information privilégiée

Certitude 562 ; 564
Commission d'une infraction 607
Confidentialité 447 ; 451 ; 557 ; 558 ; 597
Produits dérivés sur matières premières 590 ; 592 ; 593
Définition générale 542 ; 544
Différé de publication 450 ; 452
Objet 548 ; 551 ; 585 ;
Personnes chargés d'exécuter des ordres boursiers 605 ; 630
Publication 114 ; 119 ; 443 ; 549
Précision 569 ; 571 ; 602
Processus 565 ; 569 ;
Quotas d'émission 597 ; 601
Sensibilité 571 ; 573 ; 581 ; 603

Initié

Actionnaires 626
Définitions 609 ; 619 ; 622
Dirigeants 624
Initié criminel 637

Initié primaire 608 ; 610 ; 616 ; 622 ; 626 ; 687
Initié secondaire 628 ; 631 ; 633
Initié tertiaire 636
Présomption de détention de l'information privilégiée 641 ; 681
- Initié secondaire 628 ; 630 ; 631

Informations obtenues dans l'exercice des fonctions 633
- Initié tertiaire 636

Journaliste

Déontologie 336 ; 348
Ethique 335 ; 346
Conflits d'intérêts 342
Fiabilité de l'information 343 ; 346
Pertinence de l'information 345
Procédure de sanction 335 ; 337 ; 339
Responsabilité 339
Sanctions encourues 340
Vérification des sources 348

Manipulations de cours

- Champ d'application 720 ; 722 ; 725 ; 727
- Elément matériel

Artifices 748
Complicité 759
Effet potentiel opérations 754 ; 757
Instigation 759
Manœuvres 744 ; 748 ; 753
Opérations simulées 750
Tentative 759
- Elément moral

Dol spécial 766
Intention 764
Imprudence 765

- Exemptions 760
- Sanctions administratives des personnes morales

Confiscation 857

Sanctions accessoires 855

Sanction pécuniaire 847 ; 850 ; 851 ; 853

- Sanctions administratives des personnes physiques

Confiscation 825

Interdictions professionnelles 819

Sanction pécuniaire 798 ; 800 ; 801 ; 803 ; 807 ; 809 ; 813

- Sanctions pénales des personnes morales

Confiscation 856

Publication de la décision 857

Sanctions accessoires 854 ; 856

Sanction pécuniaire 845

- Sanctions pénales des personnes physiques

Amendes 795 ; 797

Confiscation 823 ; 825 ; 828

Interdictions professionnelles 816 ; 818 ; 820 ; 822

Peines privatives de liberté 782 ; 784 ; 787 ; 793

Publication de la décision 828 ; 832

- Valeur sociale protégée

Correcte formation des prix 220/2

Marchés

Marché au comptant 590 ; 648 ; 724 ; 726

Marché de gré à gré 77 ; 720 ; 723

Marché règlementé 76 ; 164 ; 554 ; 648 ; 720 ; 724 ; 725

Plateforme agréée d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre 601 ; 648 ; 722 ; 724 ; 725

Système multilatéral de négociation 76 ; 586 ; 648 ; 720 ; 724 ; 725

Marketing

Cible de l'information financière 148 ; 151
Compétitivité 149 ; 441
Formes 154
Modalités 152 ; 154
Offre public d'achat 441
Recherche de nouveaux investisseurs 441

Offre public d'achat

Marketing 441
Note d'opération 441

Personnes morales

Modalités de mise en œuvre 843
Nature de la responsabilité 837 ; 840
Sanctions administratives 854 ; 855 ; 857
Sanctions pénales 845 ; 855
Sujets de droit concernés 842

Préjudice

Actionnaires 865 ; 867
Associations de protection des actionnaires ou investisseurs 867
Autorités de marché 871 ; 872 ; 874
Evaluation 866
Harmonisation 515 ; 689
Indemnisation 860 ; 862 ; 866
Investisseur 867 ; 868
Perte de chance 869
Préjudice patrimonial 869
Société émettrice 863
Victimes 862

Principe « ne bis in idem »

Définition 891
Jurisprudence de la CEDH 900 ; 904
Jurisprudence de la CJUE 905 ; 907
Juridictions françaises 911 ; 913 ; 918
Juridictions italiennes 919 ; 920
Portée 900 ; 905
Réserves 893 ; 902
Sources 891

Participations

Franchissement des seuils 108 ; 456

Prospectus

Admission aux négociations sur un marché règlementé 408
Document de référence 419 ; 422 ; 426 ; 436 ; 441
Document unique 432 ; 435
Note d'information 429
Offre au public de titres 408

Sponsor

Activités 350
Définition 350
Missions 350 ; 353
Sanctions 354
Systèmes multilatéraux de négociation 351

Transparence financière

Définition 102
Équité des investisseurs 103 ; 108 ; 116

BIBLIOGRAPHIE GÉNÉRALE NON EXHAUSTIVE

OUVRAGES GENERAUX, MANUELS ET TRAITES :

En français :

AMBROISE-CASTEROT Coralie

- *Droit pénal spécial et des affaires*, Gualino (Lextenso éditions), 2° éd., 2010 ;

ARRAYO ZAPATERO Luis, BÜCK Valentine, CASAROLI Guido et autres

- *Droit pénal des affaires en Europe*, sous la direction de Geneviève GIUDICELLI-DELAGE, éd. PUF, Coll. « Thémis droit », 2006 ;

BENILLOUCHE Mickaël, MARECHAL Jean-Yves

- *Leçons de droit pénal spécial*, Ellipses, Coll. « Leçons de droit », 2011 ;

BERGERET Maurice-Christian, DUPRAT Philippe

- *Les infractions boursières*, éd. Presses universitaires de France, Coll. « Que sais-je ? », 1996 ;

BONFILS Philippe

- *Cours de droit pénal des affaires*, Montchrestien Lextenso éditions, éd. 2009 ;

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France

- *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, 3° éd., 2010 ;

CONTE Philippe, MAISTRE du CHAMBON Patrick

- *Droit pénal général*, Armand Colin, 7° éd., 2004 ;

DEBOVE Frédéric, FALLETTI François, JANVILLE Thomas

- *Précis de droit pénal et de procédure pénale*, PUF, Coll. « Major », 4° éd., 2012 ;

DECOOPMAN Nicole, VABRES Régis et THIL Alexandra

- « Autorité des marchés financiers – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, cote 01,2012, 14 nov. 2011 ;

DECOOPMAN Nicole

- « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1511, cote 01,2008, 7 oct. 2007 ;
- « Autorité des marchés financiers – Statut », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1510, cote 01,2010, 20 oct. 2009, mis à jour du 27 oct. 2010 ;

DESPORTES Frédéric, LE GUNEHEC Francis

- *Droit pénal général*, Economica, Coll. « Corpus droit privé », 16° éd., 2009 ;

DONDERO, Bruno

- *Droit des sociétés*, Paris, Dalloz, Coll. « Hypercours », 3° éd., 2013 ;

FAVRET Jean-Marc

- *L'essentiel de l'Union européenne. Ses institutions et son droit*, éd. Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 12° éd., 2012-2013 ;

FROMONT Michel

- *Grands systèmes de droits étrangers*, Dalloz, Coll. « Mémentos », 7ème éd., 2013 ;

GATTEGNO Patrice

- *Droit pénal spécial*, Dalloz, Coll. « Cours », 7° éd., 2007 ;

GIUDICELLI-DELAGE Geneviève

- *Droit pénal des affaires*, Dalloz, Coll. « Mémento » 5° éd., 2002 ;

JEANDIDIER Wilfrid

- *Précis de droit pénal des affaires*, Dalloz, 6° éd., 2005 ;

KARYOTIS Catherine

- *L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux*, Gualino Lextenso éditions, Coll. « Les carrés », 2° éd., 2010 ;

LAMY (de) Bertrand, SEGONDS Marc

- « Responsabilité pénale des personnes morales », *Juris.-Cl. Pénal des affaires*, V° « Notions fondamentales », fasc. 7 ;

LEGRAND Pierre

- *Le droit comparé*, PUF, Coll. « Que sais-je ? », 4° éd., 2011 ;

LEPAGE Agathe, MAISTRE du CHAMBON Patrick et SALOMON Renaud

- *Droit pénal des affaires*, Lexisnexis Litec, 2° éd. 2010 et 3° éd. 2013 ;

LEROY Jacques

- *Droit pénal général*, L.G.D.J. (lextenso éditions), 5° éd., 2014 ;

LUCAS DE LEYSSAC Marie-Paule, MIHMAN Alexis

- *Droit pénal des affaires*, Economica, éd. 2009 ;

MALAVAL Philippe, DECAUDIN Jean-Marc, BENAROYA Christophe

- *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. 469-496 ;

MARTIN Didier

- *Règlement général de l'AMF commenté et textes liés*, Lexisnexis, 2013,

MERLE Roger, VITU André

- *Traité de droit criminel, tome 1 – Problèmes généraux de la science criminelle. Droit pénal général*, Paris, Cujas, 4° éd., 1981 ;

RONTCHEVSKY Nicolas

- « Le délit d'obstacle et le manquement d'entrave aux enquêtes de l'autorité des marchés financiers », *Lamy Droit pénal des affaires*, 2015 ;

SORDINO Marie-Christine

- *Droit pénal des affaires*, éd. Bréal, Coll. « Lexifac droit », 2010 ;

STASIAK Frédéric

- *Droit pénal des affaires*, L.G.D.J. Lextenso éditions, 2° éd., 2009 ;
- V° « Autorités administratives indépendantes », *Rép. dr. pén. et proc. pén.*, Dalloz, fév. 2004, dernière mise à jour janv. 2013 ;
- « L'utilisation et la communication illicites d'une information privilégiée. Délit et manquement d'initié », *Lamy Droit pénal des affaires*, 2015 ;

SUDRE Frédéric, MARGUENAUD Jean-Pierre, ANDRIANTSIMBAZOVINA Joël, GOUTTENOIRE Adeline, LEVINET Michel

- *Les grands arrêts de la Cour européenne des Droits de l'Homme*, PUF, Coll. « Thémis droit », 5° éd., 2009 ;

VABRES Régis, THIL Alexandra

- « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1512, 1er avr. 2014, mise à jour du 22 mai 2015 ;

VABRES Régis

- « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Juris.-Cl. Banque, crédit, bourse*, fasc. 1511, 15 mai 2014 ;

VERON Michel

- *Droit pénal des affaires*, Dalloz, Coll. « Cours », 9° éd. 2011 ;

En italien :

ALESSANDRI Alberto (a cura di)

- *Reati in materia economica*, Torino, Giappichelli editore, 2012 ;

AMBROSETTI Enrico Mario, MEZZETTI Enrico, RONCO Mauro

- *Diritto penale dell'impresa*, Torino, Zanichelli, 3ª ed., 2012 ;

ANTOLISEI Francesco

- *Manuale di diritto penale. Parte speciale – II*, Milano, Giuffrè editore, 15ª ed. a cura di C.F. GROSSO, 2008 ;

BACCARI Gian Marco

- *Trattato di procedura penale* (a cura di Giulio UBERTIS e Giovani Paolo VOENA) *Vol. II. La cognizione e la competenza del giudice*, Milano, Giuffrè editore, 2011, en partic. pp. 183-202 ;

BONILINI Giovanni, CONFORTINI Massimo

- *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012 ;

BONTEMPI Paolo

- *Diritto bancario e finanziario*, Milano, Giuffrè editore, 2nda ed., 2006 ;

CADOPPI Alberto, CANESTRARI Stefano, MANNA Adelmo, PAPA Michele

- *Trattato di diritto penale*. *Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010 ;

CERESA-GASTALDO Massimo

- *Il « processo alle società » nel d.lgs. 8 giugno 2001, n. 31*, Coll. « Procedura penale – Studi », Torino, Giappichelli editore, 2002 ;

COLOMBO Giovanni Emanuele, PORTALE Giuseppe Benedetto

- *Trattato delle società per azioni. Vol. 9.1 Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, en partic. parte II « Le società per azioni nella disciplina penalistica », pp. 215-556 ;

COTTINO Gabriele, BONFANTE Guido, CAGNASSO Oreste, MONTALENTI Paolo

- *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Torino, Zanichelli editore, Coll. « Le riforme del diritto italiano », 2009, en partic. parte X « Profili penalistici », pp. 1333-1408 ;

CRESPI Alberto, FORTI Gabrio, ZUCCALA Giuseppe

- *Commentario breve al codice penale*, Breva Iuris, Padova, CEDAM, 2008 ;

DI AMATO Astolfo (a cura di)

- *Trattato del diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziario*, Padova, CEDAM, 2007 ;

FORTUNA Ennio

- *Manuale di diritto penale dell'economia*, Padova, CEDAM, 2° ed., 1994 ;

GIUNTA Fausto, MICHELETTI Dario (a cura di)

- *La disciplina penale del risparmio*, Milano, Dott. A. Giuffrè Editore, Coll. « Diritto e procedura penale oggi », 2008 ;

GIUNTA Fausto

- *Lineamenti di diritto penale dell'economia. Volume I, Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, Torino, Giappichelli, 2° ed., 2004 ;

LANZI Alessio, PUTINATI Stefano

- *Istituzioni di diritto penale dell'economia*, Giuffrè Editore, Milano, 2007 ;

MARTUCCI Pierpaolo

- *La criminalità economica. Una guida per capire*, Editori Laterza, Roma, 1° ed. 2006 ;

MAZZACUVA Nicola, AMATI Enrico

- *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, CEDAM, 2010 ;

MUSCO Enzo (con la collaborazione di MASULLO)

- *I nuovi reati societari*, Milano, Giuffrè, 3° ed., 2007 ;

PALAZZO Francesco Carlo, PALIERO Carlo Enrico

- *Commentario breve alle leggi penali complementari,* Padova, CEDAM, Coll. « Brevia Iuris », 2° ed., 2007 ;

PALOMBI Elio, PICA Giorgio

- *Diritto penale dell'economia e dell'impresa*, vol. II, *Mercato finanziario*, UTET, Torino, 1996 ;

PEDRAZZI Cesare, ALESSANDRI Alberto, FOFFANI Luigi, SEMINARA Sergio, SPAGNOLO Giuseppe

- *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi Editore, Bologna, 2nda ed. aggiornata, 2000 ;

RABITTI BEDOGNI Carla (a cura di)

- *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58,* Milano, Giuffrè editore, 1998 ;

SANTORIELLO Ciro

- *Il nuovo diritto penale delle società*. *Le previsioni sanzionatorie fra vecchia e nuova disciplina delle società di capitali e delle* cooperative, Torino, UTET, 2003 ;

SCAPARONE Metello

- *Procedura penale*, vol. II, Torino, Giappichelli editore, 2° ed., 2011 ;

SCIUMBATA Gabriele

- *I reati societari,* , Milano, Giuffrè, Coll. « La riforma del diritto societario », 2002 ;

TRAVERSI Alessandro, GENNAI Sara

- *Diritto penale commerciale,* Padova, CEDAM, 2° ed., 2012 ;

VISINTINI Giovanna

- *Trattato breve della responsabilità civile. Fatti illeciti. Inadempimento. Danno risarcibile*, CEDAM, Padova, 3a ed., 2005 ;

ZANNOTTI Roberto

- *Il nuovo diritto penale dell'economia*. *Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, Giuffrè editore, 2° ed., 2008 ;

OUVRAGES SPECIALISES :

En français :

- « Diffusion de fausses informations et manipulation de cours », *Droit de la bourse et des marchés financiers,* Soficom éditions, 1996 ;

ASSOULY Judith

- *Morale ou finance ? La déontologie dans les pratiques financières,* SciencesPo. Les Presses, Coll. « Nouveaux débats », 2013 ;

FOURNIER-ÉMONET Caroline, SAYEGH-GUERMAS Lila

- *La règlementation des marchés financiers européens*, Economica, Coll. « Gestion poche », 2007 ;

LAGNEAU-YMONET Paul, RIVA Angelo

- *Histoire de la Bourse*, éd. La découverte, Coll. « Repères », 2012 ;

LÉGER Jean-Yves

- *La communication financière*, Dunod, Coll. « Les topos », 2010 ;

LOYRETTE Sybille

- *Le contentieux des abus de marché*, Paris, Joly éditions (Lextenso Editions), 2007 ;

LUBOCHINSKY Catherine (sous la direction de)

- *Les marchés financiers dans la tourmente : le défi du long terme*, PUF, Coll. « Les Cahiers du Cercle des économistes », 2009, spéc. pp. 47-55 ;

MARTIN Didier, DEZEUZE Eric, BOUAZIZ Florian

- *Les abus de marché. Manquements administratifs et infractions pénales*, Lexisnexis, Coll. « Droit et professionnels. Droit bancaire et financier », 2013 ;

PORRET Michel

- *Beccaria. Le droit de punir*, éd. Michalon, Coll. « Le bien commun », 2003 ;

VIDAL Jean-Christophe, MUDET Pierre

- *Communication financière*, Editions Francis Lefebvre, 2011 ;

En italien :

CIAVOLA Agata

- *Il contributo della giustizia consensuale e riparativa all'efficienza dei modelli di giurisdizione*, Torino, Giappichelli, Coll. « Procedura penale - Studi », 2010 ;

DI LUCIA Paolo

- *Normatività. Diritto linguaggio azione*, Torino, Giappichelli editore, Coll. « analisi e diritto », 2003 ;

FACCI Giovanni

- *Il danno da informazione finanziaria inessatta*, Bologna, Zanichelli Editore, 2009 ;

GABRIELLI Gilberto

- *Il racconto dell'OPA. La comunicazione finanziaria in Italia*, Milano, Franco Angeli, 1ª ed., 2002, chap. 1 et 2, spéc. pp. 1-64 ;

RUGGIERI Antonio

- *Itinerari di una ricerca sul sistema delle fonti*. vol. IV, *studi degli anni 1999/2000*, Torino, Giappichelli editore, Coll. « analisi e diritto », 2000 ;
- *Itinerari di una ricerca sul sistema delle fonti*. vol. VI, 2, *studi degli anni 2002*, Torino, Giappichelli editore, Coll. « analisi e diritto », 2003 ;

SGUBBI Filippo, FONDAROLI Désirée, TRIPODI Andrea Francesco

- *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, CEDAM, 2008 et 2° éd., 2013 ;

MONOGRAPHIES ET THÈSES :

ARSOUZE Charles

- *Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions*, Thèse : droit privé et sciences criminelles, Paris, Joly éditions (Lextenso Editions), 2009 ;

BENEJAT Muriel

- *La responsabilité pénale professionnelle*, Thèse : droit, Bordeaux, 2010, spéc. pp. 315-344 ;

COMPIN Frédéric

- *L'inefficience de l'information financière et l'hypothèse de la régulation*, Thèse : sciences sociales de l'Ecole des Hautes Etudes en sciences sociales, Paris, 2009 ;

CONAC Pierre-Henri

- *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la* Securities and Exchange Commission *(SEC)*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 386, 2002 ;

HEDABOU Aziz

- *La règle non bis in idem. Essai d'étude critique en droit répressif pénal et en droit répressif para-pénal*, Thèse dactyl. : droit privé et sciences criminelles, Toulouse, 2008.

LELIEUR-Fischer Juliette

- *La règle ne bis in idem. Du principe de l'autorité de la chose jugée au principe d'unicité d'action répressive*, Thèse dactyl. : droit privé et sciences criminelles, Paris, 2005 ;

LOUHICHI Wael

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

MEADEL Juliette

- *Les marchés financiers et l'ordre public*, thèse : droit privé, Paris, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 478, 2007 ;

MOHYEDDIN Mohamad

- *Les procédures appliquées à la répression des infractions boursières. Une étude comparée en droit français et syrien*, Thèse : droit, Poitiers, 2011 ;

PARDO, Frédéric

- *Le groupe en droit pénal*, Thèse : droit, Nice, 2004, spéc. pp. 7-33, 99-131 et 506-526 ;

STASIAK Frédéric

- *Nature des autorités de pouvoir de régulation à pouvoirs répressifs et garanties fondamentales de la personne*, Thèse dactyl. : droit privé, Nancy, 1995 ;

TEANI Audrey

- *La responsabilité pénale du fait d'autrui*, Thèse : droit, Bordeaux, 2007, spéc. pp. 230-270 ;

THOMASSET-PIERRE Sylvie

- *L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales*, thèse : droit privé, Lyon, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, t. 393, 2003 ;

ACTES DE COLLOQUES :

En français :

- Actes du colloque : « Moralité financière et coopération internationale », *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 ;

En italien :

- Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989 ;

- Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale, Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993 ;

CHRONIQUES, ARTICLES, OBSERVATIONS ET NOTES DE JURISPRUDENCE :

En français :

ARSOUZE Charles

- « Les responsables du prospectus et les sanctions administratives qu'ils encourent », *Bull. Joly Bourse* 1er avr. 2008, n° 2, p. 156-163, note sous C.J.U.E., 1ère ch., 5 juil. 2007, C-430/05, *Ntionik Anonymi Etaireia Emporias* ;

ASTAIX Anthony

- « AMF : une consultation sur l'indemnisation des préjudices des épargnants et investisseurs. Rapport du 25 janvier 2011 », *D. act.* 27 janv. 2011 ;

AUBERT Michel, BROUSSY Emmanuelle, CASSAGNABERE Hervé

- « Chronique de jurisprudence de la CJUE », *AJDA* 2014, 8 sept. 2014, n° 29, p. 1651-1657 ;

BABONNEAU Marine

- « La compétence du nouveau procureur financier : un casse-tête à venir », *D. act.* 7 fév. 2014 ;

BARBIERI JEAN-FRANÇOIS

- « Cumul sanctions administratives – sanctions pénales : quel avenir ? », *Bull. Joly Sociétés* 1er janv. 2015, n° 1, p. 1 ;

BENOIT-RENAUDIN Cécile

- « La répression financière des dirigeants et préposés », *Bull. Joly Bourse* 1er oct. 2011, n° 10, pp. 556-562 ;

BERNASCONI Paolo

- « Le marché financier suisse : entre contrôle étatique et autorégulation », *in* Actes du colloque : *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, pp. 103-119 ;

BEZARD Pierre

- Débats sur la première partie : ouverture des travaux du colloque, *in* Actes du colloque : *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, p. 30 ;
- Débats sur la deuxième partie : les règlementations nationales et communautaires à l'égard des pratiques financières illicites ou immorales, *in* Actes du colloque : *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, pp. 130-131 ;
- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière, *in* Actes du colloque : *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, pp. 155-156 ;

BOMPOINT Dominique

- « A-t-on touché les limites de la théorie du faisceau d'indices dans la caractérisation du manquement d'initié ? » (note sous déc. AMF, 25 juin 2009, *MM. A et B*), *Bull. Joly Bourse* 15 déc. 2009, n° 6, p. 458 ;
- « Les beaux cadeaux du 10e anniversaire de l'Autorité des marchés financiers (Commentaire sur quelques dispositions de la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires) », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 607 ;

BONNEAU Thierry

- « Information tardive et inexacte » (note sous déc. AMF, 16 nov. 2006, *Société Cyber Press Publishing et de M. Marc Andersen*), *Dr. soc.* juil. 2007, n° 7, comm. 140 ;
- « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RD bancaire et fin.* novembre 2011, n° 6, étude 34, p. 34 ;
- « Actualités des abus de marché : propos introductifs » (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, étude 16 ;

- « Les changements en droit financier », *RDA*, fév. 2015, n° spéc., « Le changement du droit », pp. 174-178 ;

BOSSAN Jérôme

- « Le cumul des poursuites appréhendé par le Conseil constitutionnel », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, p. 179 ;

BOULOC Bernard

- « Personnes morales. Responsabilité pénale. Faute imputable », *RTD com.* 12 nov. 2011, n° 3, p. 653 ;
- « Les infractions d'opposition au regard des droits fondamentaux », *RLC* 1er avr. 2013, n° 35, pp. 77-80 ;

BRETON Pascale

- « Caractérisation par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers d'une manipulation de cours et d'un manquement d'initié », *LegalNews* (source : Lexbase), 18 mai 2011 ;

BRETZNER Jean-Daniel, BENDAVID Mickaël

- « Analyse critique des dispositions relatives aux sanctions administratives », *AJCA* 30 avr. 2014, n° 1, pp. 19-23 ;

BRIGANT Jean-Marie, STASIAK Frédéric

- « Délit de manipulation de cours : condamnation d'un administrateur de société et professionnel de l'analyse financière », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, pp. 371-373 ;
- « Manquement d'initié et application de la méthode du faisceau d'indices », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, pp. 374-376 ;
- « Notion d'information privilégiée : les précisions de la CJUE », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, pp. 377-380 ;

BRITTAN Leon

- « Money Laundering : a european response », *in* Actes du colloque : *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, pp. 15-17 ;

BURANI Umberto

- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière : *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, p. 174 ;

BUTSCH Jean-Louis

- Débats sur la première partie : ouverture des travaux du colloque : ouverture des travaux du colloque, *in* Actes du colloque : *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, p. 33 ;
- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière : ouverture des travaux du colloque, *in* Actes du colloque : *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, pp. 154-155 ;

CLAROTTI Paolo

- « L'action des communautés européennes dans le domaine de la moralité financière», *in* Actes du colloque : *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, pp. 79-84 ;

COBBAUT Robert

- « Introduction », *Reflets et perspectives de la vie économique* 2004, n° 2, t. XLIII, pp. 5-6 ;
- « Pour tenter de conclure : à la croisée des chemins », *Reflets et perspectives de la vie économique* 2004, n° 2, t. XLIII, pp. 57-70 ;

CONAC Pierre-Henri

- « AMF, Publicité des séances, publication des décisions de sanctions : droit à l'information du marché et droit à l'oubli » (4e colloque de la Commission des sanctions, 5 octobre 2011, disponible sur le site de l'AMF (ww.amf-france.org)), *Rev. des sociétés* 2012, pp. 55 ;
- « Renforcement significatif des pouvoirs de contrôle et d'enquête de l'AMF. Projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, 19 déc. 2012 », *Rev. sociétés* 2013, pp. 243 ;

CORATELLA Claudio

- « Davvero societas delinquere non potest ? » (nota a Cass. pen. sez. VI, 3 marzo 2004 (dep. 22 apr. 2004), n. 18941), *Dir. e giust.* 2004, fasc. 30, p. 20 ;

COUSTET Thomas

- « « *Affaire Kerviel* » : revirement sur le droit à indemnisation de la Société générale », *D. act.* 20 mars 2014, note sous Cass. crim. 19 mars 2014, n° 12-87416 ;

DECIMA Olivier

- « Le fantôme de *ne bis in idem* », *D.* 23 avr. 2015, n° 15, pp. 874-875 ;

DELMAS-MARTY Mireille

- « Le rôle du droit comparé dans l'émergence d'un droit commun », *D.* 2001, p. 1326-1332 ;

DETHOMAS Arthur

- « L'évolution du manquement d'initié », *D.* 10 mars 2005, n° 10, point de vue, pp. 706-707 ;

DEZEUZE Eric

- « Manquement d'initié : la perte évitée n'est pas un profit » (note sous déc. AMF, 26 juin 2008, *Belay*), *Bull. Joly Bourse,* 1er déc. 2008, n° 6, p. 463 ;
- « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures répressives administrative et pénale ? » (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 18 ;

DI GERONIMO Paolo

- « La Cassazione esclude l'applicabilità alle imprese individuali della responsabilità da reato prevista per gli enti collettivi : spunti di diritto comparato » (nota a Cass. pen. sez. VI, 3 marzo 2004 (dep. 22 apr. 2004), n. 18941, pp. 4046-4049), *Cass. pen.* dic. 2004, vol. XLIV, n. 12, pp. 4049-4051 ;

DOLCINI Emilio, MARINUCCI Giorgio

- « 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, pp. 317-332 ;

DOMPÉ Marie-Noëlle, MENNESSON Nicolas

- « La définition et l'utilisation de l'information privilégiée à l'épreuve du changement », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015 n° 9, pp. 385-394 ;

DORI Gaspare

« *Corporate governance* en Italie suite à la récente réforme du droit des sociétés et à l'approbation de deux codes de conduite », *Gaz. Pal.* 29 nov. 2003, n° 333, pp. 17-22 ;

DRUMMOND France

- « Actualité des abus de marché : propos conclusifs » (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 22 ;

DRURY Michael

- « United Kingdom », *in* Actes du colloque : *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, pp. 52-53 ;

DUCOULOUX-FAVARD Claude

- « Pourquoi du droit comparé boursier ? », *LPA* 15 juin 1994, n° 71 ;
- « Allègement de la répression au manquement de la bonne information financière », *D.* 2005, pp. 946 ;

DUFOUR Olivia

- « Bruxelles pénalise les abus de marché », *Petites affiches* du 4 novembre 2011, n° 220, pp. 3-4 ;

DUPONT-JUBIEN André

- Débats sur la deuxième partie : les règlementations nationales et communautaires à l'égard des pratiques financières illicites ou immorales, *in* Actes du colloque : *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, pp. 131-133 ;

- Débats sur la quatrième partie : conclusions du colloque, *in* Actes du colloque : *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, pp. 179-180 ;

ECKERT Gabriel

- « Vers l'interdiction du cumul des poursuites administratives et pénales », *Rev. juridique de l'économie publique* nov. 2014, n° 724, comm. 48 ;

FENASSE Delphine

- « Quel juge pour connaître des actions en responsabilité de l'AMF pour fonctionnement défectueux de ses services ? », *Legalnews* (source : Lexbase), 6 juin 2011 ;

FRANÇON Mathieu, DEZEUZE Eric

- « Appréciation in concreto du caractère sensible d'une information prétenduement privilégiée » (note sous déc. AMF, 25 nov. 2010, *Société Bac Majestic et M. Roch Lener*), *Bull. Joly Bourse* 1er avr. 2011, n° 4, p. 241 ;

FLEURIOT Caroline

- « Sanction des abus de marché : la Commission veut aller plus loin », *D. act.* 27 oct. 2011 ;

GALLAND Maxime

- « Evolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2013, n° 12, p. 595 ;

GAUDEMET Antoine

- « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés n'importe pas », *Bull. Joly Bourse*, 1er mai 2015, n° 5, pp. 209-215 ;

GLANSDORFF Bernard

- « Les règlementations nationales à l'égard des pratiques financières illicites. Rapport de synthèse de droit comparé », *in* Actes du colloque : *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, pp. 121-128 ;

GRANIER Thierry

- « Informations privilégiées et qualité de l'information financière dans une société en difficulté », *Bull. Joly Bourse* 1er juillet 2015 n° 7-8, pp. 313-315 ;

GUERRINI Franco

- « Infractions pénales en Italie », *LPA* 29 nov. 1995, n° 143, p. 31 ;

HANNOUN Charley

- « La déontologie des activités financières », *RTD com.* juil.-sept. 1989, n° 3, pp. 418-455 ;

HERTIG Gérard

- « Organisations internationales et moralité financière », *in* Actes du colloque : *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, pp. 137-149 ;
- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière : ouverture des travaux du colloque, *in* Actes du colloque : *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, pp. 175-176 ;

HINNA-DANESI Fabrizio

- « Le délit d'initié : droit italien », *LPA* 15 juin 1994, n° 71 ;

HOPT Klaus J. G.

- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière, *in* Actes du colloque : *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, pp. 172-173 ;

IDOT Laurence

- « Procédures quasi-répressives en droit de la concurrence », *Rev. sc. crim.* 19 nov. 2014, n° 3, pp. 639-654 ;

JACOMB Martin W.

- Débats sur la première partie : ouverture des travaux du colloque, *in* Actes du colloque : *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, p. 29 ;

JEANDIDIER Wilfrid

- « L'élément moral des infractions d'affaires ou l'art de la métamorphose », *in Une certaine idée du droit. Mélanges André Decocq*, Paris, Litec, 2004, p. 369-383 ;
- « La délinquance d'affaires à travers l'*Annuaire statistique de la Justice* », *in Les droits et le Droit. Mélanges dédiés à Bernard Bouloc*, Dalloz, 2007, pp. 491-509 ;

JURASTI Antoine

- « La qualification de l'information privilégiée confrontée à l'activité de sondage sur le marché obligataire, une notion toujours à risque », *Bull. Joly Bourse*, 1er sept. 2015, n° 9, pp. 411-420 ;

KOVAR Jean-Philippe, LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme

- « L'indépendance des autorités de régulation financière », *RD bancaire et fin.* mai 2012, n° 3, étude 10 ;

LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, MASCALA Corinne, NEUVILLE Sébastien

- « Propositions doctrinales pour lutter contre l'atteinte au principe *non bis in idem* en matière financière », *D.* 15 mars 2012, n° 11, pp. 693-699 ;

LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme

- « Commentaire. Proposition de directive relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initié et aux manipulations de marché », *Bull. Joly Bourse*, 1er janvier 2012, n° 1, pp. 9-10 ;
- « Remarques sur « des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives » (issus du Rapport du club des juristes de la Commission Europe de mai 2012) », *Bull. Joly Bourse* 1er sept. 2012, n° 9, pp. 330-334 ;
- « Sanctions administratives et sanctions pénales des abus de marché : confirmation de l'admission du cumul », *AJ pén.* 25 avr. 2014, n° 4, pp. 180-182 ;
- « Tremblement de terre pour les abus de marché », *Dalloz act.* 20 mars 2015, note sous Cons. const., 18 mars 2015, déc. n° 2014-453/454 QPC et n° 2015-462 QPC ;

LE FUR Anne-Valérie, SCHMIDT Dominique

- « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D.* 23 avr. 2015, n° 15, pp. 894-897 ;

LE PORTZ Yves

- « Pour un marché européen moderne, efficace et honnête, où en sont les règlementations nationales », *in* Actes du colloque : *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, pp. 39-48 ;
- Débats sur la deuxième partie : les règlementations nationales et communautaires à l'égard des pratiques financières illicites ou immorales, *in* Actes du colloque : *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, pp. 129-130 ;
- Débats sur la quatrième partie : conclusions du colloque, *in* Actes du colloque : *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, pp. 185-187 ;

LEVI Aristide

- « 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 ;

LEY Robert

- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière, *in* Actes du colloque : *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, pp. 167-170 ;

LIBCHABER Rémy

- « Les transformations dans les sources du droit », *RDA*, fév. 2015, n° spéc., « Le changement du droit », pp. 7-28 ;

LIENHARD Alain

- « Préjudice des actionnaires en cas de surévaluation des apports », *D.* 28 juil. 2005, n° 28, p. 1941 ;

LORRAIN Rémi, MENNESSON Nicolas

- « Nul n'est présumé initié », *Bull. Joly Bourse,* 1er avril 2015, n° 4, pp. 178-186 ;

LUBOCHINSKY Catherine

- « 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, pp. 47-55 ;

MACCARONE Salvatore

- « The situation in Italy », *in* Actes du colloque : *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, pp. 73-77 ;

MALECKI Catherine

- « 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 ;

MARTIN Didier

- « La coopération forcée aux enquêtes de l'AMF est-elle euro-compatible ? », *JCP G* 18 nov. 2013, n° 47, doctr. 1226 ;

MAURO Cristina

- « *Ne bis in idem* : un tremblement de terre », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, p. 172 ;
- « La Cour Européenne des droits de l'homme revient sur la question de l'autorité de la chose jugée au pénal sur l'administratif », *AJ pén.* 16 juil. 2015, n° 7-8, p. 367-369 ;

MERCADAL Barthélémy

- « Ethique financière », *in* Actes du colloque : *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, pp. 23-27 ;

MENNESSON Nicolas

- « Abus de marché : vers une refonte du régime communautaire », *JCP E* 8 déc. 2011, n° 49, études et affaires 1881 ;

MONTECLER (de), Marie-Christine

- « Pas de cumul de sanctions pénales et administrative pour le délit d'initié », *AJDA* 23 mars 2015, n° 10, p. 553, note sous Cons. const., déc. n° 2014-454/454 et 2014-452, 18 mars 2015 ;

MORTIER Renaud

- « La communication non intentionnelle d'information inexact sur un marché financier peut être sanctionnée » ;

MÜLLER Yvonne

- « La prévision en droit pénal des affaires : la gestion pénale du risque », *Gaz. Pal.* 30 déc. 2010, n° 364, pp. 26-28 ;

NEWKIRK Thomas C.

- « United States of America », *in* Actes du colloque : *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, pp. 85-88 ;
- « Recent SEC enforcement developments », *in* Actes du colloque : *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, pp. 89-98 ;

NIHAT Aktas

- « La « finance comportementale » : un état des lieux », *Reflets et perspectives de la vie économique* mai-août 2004, n° 2004/2, t. XLIII, pp. 19-33 ;

OHL Daniel

- « Le titulaire d'une subdélégation de pouvoirs est un représentant susceptible d'engager la responsabilité pénale d'une personne morale, laquelle peut être condamnée même si elle n'a pas commis une faute pénale distincte de celle de son représentant » (note sous Cass. crim., 26 juin 2001, n° 00-83466, *Bull. crim.* 2001, n° 161, p. 504, *Société Carrefour France*), *JCP E* 21 fév. 2002, n° 8, comm. 371 ;

OOSTERHOLT A.C.

- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière, *in* Actes du colloque : *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, pp. 156-158 ;

PARDON Jean

- Débats sur la première partie : ouverture des travaux du colloque, *in* Actes du colloque : *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, pp. 33-34 ;

PARIZOT Raphaële

- « Le principe *ne bis in idem* dans la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme », *AJ pén.* 16 avr. 2015, n° 4, pp. 173-174 ;

PELTIER Frédéric

- « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché ? », *JCP E* 15 déc. 2011, n° 50, études et commentaires 1905 ;

PISANI MARIO

- « Le principe ne bis in idem au niveau international et la procédure pénale italienne », *Rev. internationale dr. pén.,* vol. 73, n° 2002/3, pp. 1017-1029 ;

PRIOU-ALIBERT Lucile

- « Arrêt *Kerviel* : un revirement qui interroge », *D. act.* 27 mars 2014 ;

REINHARD Yves

- « Responsabilité civile d'une société en cas de publication d'informations exactes ... à court terme », *D.* 1er juil. 2004, n° 25, p. 1802, note sous CA Paris, 25ème ch. B, 26

sept. 2003, n° 2001/21885, p. 1802 ;

ROBERT Jacques-Henri

- « Un petit village gaulois résiste en vain » (note sous Cass. crim., 26 juin 2001, n° 00-83466, *Bull. crim.* 2001, n° 161, p. 504, *Société Carrefour France*), *Dr. pén.* janv. 2002, n° 1, comm. 8 ;

ROBERT Marie-Claude

- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière, *in* Actes du colloque : *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, pp. 170-172 ;

ROMANO Mario

- « Marché boursier et pouvoir de sanction dans le droit italien », *LPA* 15 juin 1994, n° 71 ;

RONTCHEVSKY Nicolas, COMPORTI Marco

- « La notion d'entité personnifiée », *LPA* 11 déc. 1996, n° 149, pp. 7-11 ;

RONTCHEVSKY Nicolas

- « L'harmonisation des sanctions pénales. Vers un renforcement et une rationalisation de la répression des abus de marché », *Bull. Joly Bourse* 1er mars 2012, n° 3, pp. 139-143 ;
- « Pour en finir avec une acrobatie intellectuelle française : retour sur le cumul des procédures administratives et pénales en matière d'abus de marché », *Bull. Joly Bourse* 1er déc. 2012, n° 12, pp. 610-612 ;

ROUMIER William

- « La Commission européenne envisage des sanctions pénales pour les infractions d'opération d'initié et de manipulation de marché afin de renforcer la dissuasion et l'intégrité des marchés », *Dr. pén.* déc. 2011, n° 12, alerte 43 ;

ROUSSILLE Myriam

- « Dérivés : le TUE est-il en phase avec le droit de l'UE ? », *Bull. Joly Bourse* 1er avr. 2015, n° 4, pp. 145-147 ;
- « L'ordre juridique français sort gagnant de la partie d'échecs qui l'opposait à la Cour européenne sur le cumul des poursuites », *Bull. Joly Bourse* 1er septembre 2015, n° 9, pp. 372-374 ;

ROYER Guillaume

- « Délit d'initié : caractères de l'information privilégiée et détermination de l'assiette de l'amende-profit », *AJ pén.* 15 sept. 2006, n° 9, p. 364 ;

RUBELIN-DEVICHI Jacqueline

- « L'irrecevabilité de l'action civile et la notion d'intérêt général », *JCP G* 6 janv. 1965, doctrine, I, n° 1922 ;

SAAS Claire

- « La répression pénale soumise au respect de *ne bis in idem* dans l'espace Schengen » (note à C.J.C.E., 9 mars 2006, n° C-436/04, *Van Esbroeck*), *AJ pén.* 16 juin 2006, n° 6, p. 265 ;

SAINT-MARS (de), Bertrand

- « Qui trop embrasse mal étreint ? », *Bull. Joly Bourse* 1er avr. 2011, n° 4, pp. 221-223 ;

SALOMON Renaud

- « Renvoi au Conseil constitutionnel d'une QPC en matière de délit boursier », *Dr. soc.* mars 2015, n° 3, comm. 58 ;
- « Conformité de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier aux principes de légalité criminelle et de la présomption d'innocence », *Dr. soc.* oct. 2015, n° 10, comm. 183 ;

SCALAIS Jean

- Débats sur la deuxième partie : les règlementations nationales et communautaires à l'égard des pratiques financières illicites ou immorales, *in* Actes du colloque : *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, pp. 133-134 ;

SCHMIDT Dominique

- « Affaire *Sidel* : l'indemnisation des actionnaires », *D.* 26 oct. 2006, n° 36, pp. 2522-2524 ;

SGUBBI Filippo

- « Les lois techniciennes. L'exemple en droit italien en matière boursière et de protection de l'épargne », *LPA* 5 juil. 2007, n° 134, pp. 36-38 ;

SONO Kasuaki

- « Japan », *in* Actes du colloque : *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, pp. 99-101 ;

STASIAK Frédéric, ROYER Guillaume

- « Pour une efficacité optimale de l'amende pénale. Les apports de l'analyse économique du droit à la réforme du Code pénal », *in La réforme du Code pénal et du Code de procédure pénale. Opinio doctorum*, Dalloz, Coll. « Thèmes et commentaires », 2009, pp. 289-304 ;

STASIAK Frédéric

- « « *Non bis in idem* » et droit pénal boursier », *in L'analyse économique du droit dans les pays de droit civil*, sous la direction de Bruno DEFFAINS, Cujas, 2002, pp. 333-347 ;
- « Le rapport Coulon sur la dépénalisation des affaires », *Rev. sc. crim.* 16 mars 2009, n° 1, pp. 113-116 ;
- « Epilogue judiciaire de l'affaire Oury », *Rev. sc. crim.* 16 mars 2009, pp. 117-119 ;

- « La loi n° 2008-776 du 4 août 2008 dite de modernisation de l'économie », *Rev. sc. crim.* 16 mars 2009, pp. 122-123 ;
- « Affaire Vivendi Universal : condamnation des dirigeants pour infractions boursières » (TGI Paris, 21 janvier 2011), *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, pp. 571-577 ;
- « Manipulation de cours, diffusion d'informations trompeuses et délit d'initié » (Crim., 6 avril 2011, n° 10-85.174), *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, pp. 578-579 ;
- « Délit d'initié : la présumée mauvaise foi d'un investisseur (CEDH, 6 octobre 2011, n° 50425/06, *Soros* c/ *France*) », *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, pp. 580-583 ;
- « Manipulation de cours et durée du cours anormal ou artificiel » (CJUE, 7 juillet 2011, n° C-445/09, *IMC Securities BV* c/ *Stichting Autoriteit Financiele Markten*), *Rev. sc. crim.* 4 déc. 2012, n° 3, pp. 584-588 ;
- « Infractions de droit commun et droit pénal boursier », *Rev. sc. crim.* 16 août 2013, n° 2, pp. 381-384 ;
- « Une conception du juge pénal français difficilement conciliable avec celle de la Cour européenne des droits de l'homme (1/2) » (Cass. crim., 22 janv. 2014, n° 12-83579), *Rev. sc. crim.* 16 juin 2014, n° 1, pp. 106-109 ;
- « Une conception du juge pénal français difficilement conciliable avec celle de la Cour européenne des droits de l'homme (2/2) » (CEDH, 2e section, 4 mars 2014, n° 18640/10, 18647/10, 18662/10, 18668/10 et 18698/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie*), *Rev. sc. crim.* 16 juin 2014, n° 1, pp. 110-116 ;
- « Précision de l'information privilégiée et sens déterminé de l'influence sur le cours » (obs. sous C.J.U.E., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta* c/ *Autorité des marchés financiers*), *Rev. sc. crim.* 6 août 2015, n° 2, pp. 358-359 ;

STIRN Bernard

- « Droit comparé - De l'intérêt de faire vivre le droit comparé », *JCP G* n° 39, 24 sept. 2012, doctr. 1025 ;

STOUFFLET Jean

- « Rapport français », *in* Actes du colloque : *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, pp. 57-64 ;

THIERRY Jean-Baptiste

- « L'omniprésence envahissante de la victime en matière pénale », *in La réforme du Code pénal et du Code de procédure pénale. Opinio doctorum*, Dalloz, Coll. « Thèmes et commentaires », 2009, pp. 239-245 ;

TIEU Oun-Tat

- « Sur les propositions de règlement et de directive sur les opérations d'initié et les manipulations de marché », *D.* 24 nov. 2011, n° 41, pp. 2809-2810 ;

TORCK Stéphane

- « 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 ;

- « De l'efficacité de la répression pénale des abus de marché », *Dr. soc.* déc. 2014, n° 12, repère 11 ;
- « Définition de l'information privilégiée sur les marchés des *commodities* : l'essentiel reste à faire », *Bull. Joly Bourse*, 1er février 2015, n° 2, pp. 57-60 ;
- « L'information privilégiée sur les marchés dérivés de matières premières, un saut dans l'inconnu », *Bull. Joly Bourse* 1er sept. 2015, n° 9, p. 395 ;

TROYER Luca

- « La responsabilità amministrativa degli enti dipendenti da reato : primi orientamenti giurisprudenziali » (nota a Cass. pen. sez. VI, 3 marzo 2004 (dep. 22 apr. 2004), n. 18941), *Riv. dottori comm.* luglio-ago. 2004, fasc. 4, pp. 908-923 ;

UTZSCHNEIDER Yann, MUSSI Costanza

- « L'action de groupe en droit de la concurrence, une intention louable à la mise en œuvre complexe », *AJCA* 1er sept. 2014, n° 5-6, pp. 222-226 ;

VERGES Etienne

- « Construire la norme en procédure pénale : une étude des techniques juridiques à travers un cas symptomatique, la géolocalisation », *Rev. sc. crim.*, 19 nov. 2014, n° 3, pp. 599-610 ;

VERHAEGEN Georges

- Allocation d'ouverture du Colloque *in* Actes du colloque : *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, pp. 3-4 ;

WINCKELMULLER Florie

- « Identification de l'organe ou du représentant de la personne morale, auteur de l'infraction », *D. act.* 28 mai 2014 ;

WYMEERSH Eddy

- « Rapport final de synthèse », *in* Actes du colloque : *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, pp. 197-204 ;

Notes des rédactions

- Note de la rédaction du *Recueil Dalloz*, « Abus de marché : inconstitutionnalité du cumul des poursuites », note sous 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), *D.* 26 mars 2015, n° 12, p. 679 et *D.* 23 avr. 2015, n° 15, p. 894 ;
- Note de la rédaction *Gazette du Palais*, sous CE, 9e et 10e sous-sections réunies, 15 déc. 2014, no 366640, *Gaz. Pal.* 15 janv. 2015, n° 15, p. 26 ;
- Note de la rédaction de la *Semaine juridique – Edition générale*, « L'application du principe « ne bis in idem » aux infractions boursières, note sous 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), *JCP E* 26 mars 2015, n° 13, act. 243 ;

En italien :

ALESSANDRI Alberto

- « 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. 201-226 ;

AMBROSIO (d') Raffaele

- « L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza », *in* (a cura di) Astolfo DI AMATO, *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 611-638 ;

AMOROSINO Sandro

- « Principi costituzionali, poteri pubblici e fonti normative: lo *jus comune* dei mercati finanziari, bancari ed assicurativi », *in* (a cura di) Astolfo DI AMATO, *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, 2007, pp. 3-26 ;

ARENA Maurizio

- « Responsabilità e sanzioni nel disegno di legge sulla tutela del risparmio », *Diritto, procedura e pratica penale*, http://www.penale.it, fév. 2004 ;
- « Il recepimento delle direttive UE sul market abuse », http://www.reatisocietari.it, 26 juil. 2004 ;
- « Il regime sanzionatorio della normativa sugli abusi di mercato », http://www.reatisocietari.it, 11 mai 2005 (1ère partie) et 18 mai 2005 (2ème partie) ;
- « Manipolazione del mercato e prassi di mercato ammesse », http://www.reatisocietari.it, 11 mai 2005 ;
- « L'onere della prova nel decreto legislativo 231/2001 », http://www.reatisocietari.it, 27 mai 2005 ;

AZZALI Giampiero

- « Aspetti generali [dell'intermediazione finanziaria] », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 141-162 ;

BALZANO Maria Teresa

- « 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, pp. 919-925 ;

BASSO Riccardo

- « Art. commi 2, 3 e 4 – Strumenti finanziari », *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. 9-18 ;

BERNARDI Alessandro

- « Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei », *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2002, vol. 46, n. 4, pp. 787-843 ;

BIANCHI Tancredi

- Tavola rotonda, Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 229-230 ;

BRICOLA Franco

- « Il diritto penale del mercato finanziario », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 27-48 ;

CACCIALANZA Paolo

- « La manovra finanziaria (d.l. n. 98/2011, conv. in l. n. 106/2011) modifica l'art. 36 c.p. (pubblicazione della sentenza di condanna a titolo di pena accessoria) », *Riv. trim. dir. pen. contemp.*, 19 luglio 2011, disponible sur http://www.penalecontemporaneo.it ;

CIALDELLA Maria Francesca

- « Il requisito dell'interesse alla commissione del reato presupposto ai fini della responsabilità dell'ente », *Cass. pen.* apr. 2014, n. 4, pp. 1363-1365, oss. a Cass. sez. VI, 22 maggio 2013 (dep. 5 giugno 2013), n. 24559 (p. 1361-1363) ;

CONDEMI Marcello

- « Art. 195 – Procedura sanzionatoria », *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. 1066-1079 ;

CONTI Luigi

- « La politica legislativa », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 49-54 ;

COSTI Renzo

- « Il nuovo ordinamento del mercato finanziario », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 17-26 ;

CRESPI Alberto

- « *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 ;

DE SIMONE Giulio

- « Persone giuridiche, responsabilità penale e principi costituzionali », *Criminalia* 2010, pp. 605-635 ;
- « La responsabilità da reato degli enti : Natura giuridica e criteri (oggettivi) d'imputazione », *Riv. trim. dir. pen. contemp.* 28 oct. 2012, disponible sur http://www.penalecontemporaneo.it ;

DE VITIS Tommaso

- « 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. 613-630 ;

DI AMATO Astolfo

- « 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, pp. 83-154 ;

DIES Ricardo

- « La confisca del veicolo prevista dall'art. 186, commi 2 e 7, cod. strad., tra disorientamenti interpretativi e caos normativo » (nota a Corte cost., 26 maggio 2010 (dep. 4 giu. 2010), n. 196, pp. 2017-2033), *Resp. civ. prev.* ott. 2010, vol. LXXV, fasc. 10, pp. 2034-2057 ;

DOVA Massimiliano

- « Gli illeciti amministrativi nel codice civile, nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza », *in* (A cura di) Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino Giappichelli editore, 2012, pp. 239-264 e 276-277 ;

ERMETES Maria Letizia

- « Art. 180 – Abuso di informazioni privilegiate », *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. 979-999 ;

FABRIZIO Stefano, TROVATORE Gianfranco

- « Art. 181 – Aggiotaggio su strumenti finanziari», *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. 999-1015 ;

FABRIZIO Stefano

- « Art. 91 – Poteri 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. 537-542 ;

FILIPPI Enrico

- Tavola rotonda, Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 231-234 ;

FLICK Giovanni Maria

- « *Insider trading* : problemi sostanziali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 81-99 ;

FONDAROLI Désirée

- « Aggiotaggio mediante “altri artifici” : “disvalore del fatto” e “disvalore del contesto” », sotto Trib. Milano (monocratico), 11 nov. 2002, *Mensi ed altro*; *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, n. 3, pp. 747-778 ;

GARAVAGLIA Elena

- « La responsabilità amministrativa da reato delle persone giuridiche: i primi anni di applicazione giurisprudenziale », *Giur. comm.*, maggio-giu. 2006, parte II, pp. 383-411 ;

GARINO Vittorio

- « Art. 56 », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 451-473 ;

GIARDA Angelo

- « L’*insider trading*: aspetti processuali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 101-112 ;

GILOTTA Sergio

- « Manipolazione del mercato : considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato », *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, nota Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. C. Consob* (pp. 1291-1304), pp. 1304-1323 ;

GIOCONDA DE GAETANO POLVEROSI Maria

- « Art. 182 – Pene accessorie », *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. 1015-1018 ;
- « Art. 184 – Misure interdittive », *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. 1018-1020 ;
- « Art. 186 – Trasmissione degli atti al pubblico ministero », *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. 1025-1027 ;
- « Art. 187 – Facoltà della CONSOB nel procedimento penale », *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. 1027-1028 ;

GOLDONI Daniela

- « Aggiotaggio su strumenti finanziari : interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato », nota a G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005, *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, pp. 275-300 ;

GRILLO Salvatore

- « Profili penali dei controlli sulle società con azioni quotate in borsa », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, pp. 13-36 ;

GUERRI Daniele

- « Le innovazioni concernenti gli illeciti amministrativi del testo unico finanziario », *in* Fausto GIUNTA, Dario MICHELETTI (a cura di), *La disciplina penale del risparmio*, Milano, Dott. A. Giuffrè Editore, Coll. « Diritto e procedura penale oggi », 2008, pp. 244-254 ;

LA MONICA Mario

- « Art. 42 », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 293-308 ;

LA SPINA Luigi

- « Una legge come operazione culturale », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 133-136 ;

LATAGLIATA Angelo Raffaele

- « Tutela della trasparenza nella circolazione dei titoli azionari », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, pp. 7-12 ;

LEMME Fabrizio

- « Forme di manifestazione dell'aggiotaggio su titoli », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, pp. 53-60 ;

MACCARI Anna Lisa

- « Art. 501 », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 2379-2386 ;

MAGRO Beatrice

- « Aggiotaggio (Art. 501) », *in* Alberto CADOPPI, Stefano CANESTRARI, Adelmo MANNA, Michele PAPA, *Trattato di diritto penale*. *Parte speciale*, vol. V, Torino, UTET Giuridica, 2010, pp. 672-734 e pp. 243-276 (raccolta di giurisprudenza) ;
- « *Price manipulation* e contratti con opzione *put barrier* », nota a Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, pp. 845-868 ;

MANES Vittorio

- « La confisca 'punitiva' tra Corte costituzionale e CEDU: sipario sulla 'truffa delle etichette' » (nota a Corte cost., 26 maggio 2010 (dep. 4 giu. 2010), n. 196, pp. 528-534), *Cass. pen.* febb. 2011, vol. LI, fasc. 2, pp. 534-546 ;

MANNA Adelmo

- « Tutela del risparmio, novità in tema *di insider trading* e maniolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004 », *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2005, n. 3, pp. 668-676 ;

MAZZA Leonardo

- « La repression dell' "insider trading" nel quadro della tutela del mercato azionario », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, pp. 71-102 ;

MICHELETTI Dario

- « La responsabilità penale del dirigente contabile », *in* Fausto GIUNTA, Dario MICHELETTI (a cura di), *La disciplina penale del risparmio*, Milano, Dott. A. Giuffrè Editore, Coll. « Diritto e procedura penale oggi », 2008, pp. 13-27 ;

MIEDICO Melissa

- « Gli abusi di mercato », *in* (A cura di) Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino Giappichelli editore, 2012, pp. 65-108 ;

MONTANI Eleonora

- « Le attività di osctatolo: 'Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza: art. 2638 c.c.' », *in* (A cura di) Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino Giappichelli editore, 2012, pp. 197-207 ;
- « Le attività di osctatolo: 'Ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob: art. 170-*bis* t.u.f.' », *in* (A cura di) Alberto ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino Giappichelli editore, 2012, pp. 207-208 ;

MONTONESE Alessia

- « La nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate », http://www.dircomm.it, sept. 2005, IV.9 ;

MULLER Yvonne

- « La dépénalisation de la vie des affaires ou… de la métamorphose du droit pénal », *AJ pén.* 18 fév. 2008, n° 2, p. 63 ;

MUSCO Enzo

- « Considerazioni introduttive », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni. Vol. 9.1 Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 215-248 ;
- « Manovre fraudolente sui titoli della società », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni. Vol. 9.1 Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 298-307 ;
- « I reati di insider trading », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni. Vol. 9.1 Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 326-345 ;
- « Le frodi sul mercato dei valori mobiliari », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni. Vol. 9.1 Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 345-353 ;
- « Divulgazione di notizie sociali riservate », *in* Giovanni Emanuele COLOMBO, Giuseppe Benedetto PORTALE, *Trattato delle società per azioni. Vol. 9.1 Profili internazionalprivatistici e profili penalistici*, Torino, UTET, 1994, pp. 354-362 ;
- « 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. 497-520 ;

PATERNITI Carlo

- « I temi del diritto penale della borsa », Convegni giuridici e ricerche – Atti e documenti, *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, CEDAM, 1989, pp. 1-6 ;

PAVAN Giuseppe

- « Art. 28-31 », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 210-221 ;
- « Articolo 33 », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 235-236 ;

PERINI Andrea

- « Considerazioni generali », *in* Gabriele COTTINO, Guido BONFANTE, Oreste CAGNASSO, Paolo MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Torino, Zanichelli editore, Coll. « Le riforme del diritto italiano », 2009, pp. 1335-1338 ;
- « 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*, Torino, Zanichelli editore, Coll. « Le riforme del diritto italiano », 2009, pp. 1383-1404 ;

PISA Paolo

- « Art. 28-38 », *in* Alberto CRESPI, Gabrio FORTI, Giuseppe ZUCCALA, *Commentario breve al codice penale*, Breva Iuris, Padova, CEDAM, 2008, pp. 149-162 ;

PISTORELLI Luca

- « Art. 56 », *in* Alberto CRESPI, Gabrio FORTI, Giuseppe ZUCCALA, *Commentario breve al codice penale*, Breva Iuris, Padova, CEDAM, 2008, pp. 277-286;

PREDIERI Alberto

- « Lo Stato riduttore di asimmetrie », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 63-77 ;

PUCCETTI Lorena

- « Art. 36-37 », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 244-250 ;

RANDISI Gianfranco

- « Art. 185 – Notizia di reato e attività di accertamento », *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. 1020-1025 ;

ROGNONI Carlo

- « 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, pp. 127-132 ;

RONCO Mauro

- « Art. 43 », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 308-337 ;

ROTA Roberto

- « 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. 613-630 ;
- « Art. 119 – Ambito di applicazione [della disciplina delle società con azioni quotate] », *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. 636-637 ;

SALERNO Sergio

- « Il ruolo della CONSOB nell'accertamento delle violazioni e i rapporti con il Pubblico Ministero », *in* (a cura di) Astolfo DI AMATO, *Trattato di diritto penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziari*, Padova, CEDAM, pp. 639-660 ;

SFORZA Flavia

- « 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. 936-949 ;

SGUBBI Filippo

- « L'OPA: Profili di disciplina penale », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 191-200 ;

SINISCALCO Marco

- « Le fattispecie e le sanzioni: principi generali », Convegni di studio « Enrico de Nicola », *Mercato finanziario e disciplina penale*, a cura di Camilla FILIPPI, Milano, Giuffrè, 1993, pp. 55-62 ;

STRANO LEGATO Silvana

- « Art. 42-43 », *in* Alberto CRESPI, Gabrio FORTI, Giuseppe ZUCCALA, *Commentario breve al codice penale*, Breva Iuris, Padova, CEDAM, 2008, pp. 188-216 ;

TOSCHI VESPASIANI Francesco

- *Il danno all'integrità del mercato*: *vanno risarciti alla Consob i danni patrimoniali e non patrimoniali causato dal reato di aggiotaggio*, a proprosito della sentenza Trib. Milano, sez. I, 21 dic. 2006 (http://www.personaedanno.it), *Resp. civ.* agosto-sett. 2007, n° 8-9, pp. 726-730 ;

TRAVI Aldo

- « Corte europea europea dei diritti dell'uomo e Corte costituzionale: alla ricerca di una nozione comune di "sanzione" » (nota a Corte cost., 26 maggio 2010 (dep. 4 giu. 2010), n. 196, pp. 2290-2301), *Giur. cost.* maggio-giu. 2010, vol. LV, fasc. 10, pp. 2323-2326 ;

URBANI Francesca

- « Successione penale impropria e disciplina transitoria: la Corte costituzionale apre uno spiraglio alla teoria della 'continuità dell'illecito' » (Corte cost., 14 apr. 2014 (dep. 18 apr. 2014), n. 104, pp. 1825-1832), *Cass. pen.* maggio 2015, vol. LV, fasc. 5, pp. 1832-1845 ;

VANGELISTI Maria Iride

- « 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. 925-927 ;

ZAMBUSI Angelo

- « Art. 32-*bis*-32-*quater* », *in* Giovanni BONILINI, Massimo CONFORTINI, *Codice penale commentato*, a cura di Mauro RONCO e Bartolomeo ROMANO, Torino UTET Giuridica, 4° ed., 2012, pp. 225-233 ;

ZAVVOS Georges

- Débats sur la troisième partie : approche internationale de la moralité financière, *in* Actes du colloque : *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, p. 153 ;

ZUCCALÀ Maria Antonietta

- « Art. 501», *in* Alberto CRESPI, Gabrio FORTI, Giuseppe ZUCCALA, *Commentario breve al codice penale*, Breva Iuris, Padova, CEDAM, 2008, pp. 1751-1752 ;

TRAVAUX PRÉPARATOIRES, RAPPORTS PARLEMENTAIRES CONCLUSIONS ET RAPPORTS DE GROUPES DE TRAVAIL :

En français :

- Rapport du groupe de travail présidé par Jean-Marie COULON, *La dépénalisation de la vie des affaires*, janvier 2008, disponible sur http://ladocumentationfrançaise.fr ;
- European Criminal Policy Initiative, « Manifeste pour une politique criminelle européenne », *Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik* (Revue en ligne) n° 12/2009, p. 717-726 (disponible sur http://www.zis-online.com) ;
- Fiche « L'impartialité du rapporteur », disponible sur : http://amf-france.org, mise en ligne le 18 oct. 2010 ;
- Fiche « Quelles sont les personnes qui peuvent être sanctionnées ? », disponible sur : http://amf-france.org, mise en ligne le 18 oct. 2010.
- Fiche « Le déroulement de la procédure de sanction », disponible sur : http://amf-france.org, mise en ligne le 18 oct. 2010 et actualisée le 21 décembre 2010 ;
- Fiche « Le montant de la sanction pécuniaire », disponible sur : http://amf-france.org, mise en ligne le 18 oct. 2010 et actualisée le 27 janvier 2011 ;

- Fiche « Les manquements relevant de la compétence de l'AMF », disponible sur : http://amf-france.org, mise en ligne le 18 oct. 2010 et actualisée le 28 février 2011 ;
- *Rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers pour l'année 2010* (http://www.amf-france.org) ;
- Fiche « Les recours formés à l'encontre des décisions de la Commission des sanctions », source : http://amf-france.org, mise en ligne le 11 oct. 2011
- *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, groupe de travail présidé par Jacques DELMAS-MARSALET et Martine RACT-MADOUX, 25 janvier 2011, disponible sur http://www.amf-france.org ;
- Proposition de directive 2011/0297/COD du Parlement européen et du Conseil du 20 octobre 2011 relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (contexte de la proposition).
- Proposition de règlement 2011/0295/ COD du Parlement européen et du Conseil du 20 octobre 2011 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) ;
- Rapport du Club des Juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, mai 2015 ;
- Rapport de l'Autorité des marchés financiers, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marchés. Proposition de réforme*, 19 mai 2015 ;
- Proposition de loi n° 19 du 7 octobre 2015 relative à la répression des infractions financières, présentée par Albéric de Montgolfier ;

En italien :

- *Relazione annuale della Consob per l'anno 2011* (http://www.consob.it) ;

JURISPRUDENCE :

Jurisprudence française :

- TRIBUNAUX CORRECTIONNELS FRANÇAIS :

- COURS D'APPEL FRANÇAISES :
  - CA Paris, 1ère ch. – section H, 7 octobre 2008, n° 08/01096 ;

- COUR DE CASSATION FRANÇAISE :

  Assemblée plénière :
  - Cass. ass. plén., 8 juil. 2010, n°s 09-71252 et 10-10965, publiés au bulletin ;
  - Cass. ass. plén., 8 juil. 2010, n° 10-10965 (3 arrêts) ;

  1ère chambre civile :
  - Cass. civ. 1°, 2 juil. 2014, n° 13-16730, *Bull. civ. I* 2014, n° 806 ;
  - Cass. civ. 1°, 8 avr. 2015, n° 14-50012, *Bull. civ. I* 2015, n° 376 ;

  Chambre commerciale :

- Cass. com., 11 juil. 2006, n° 05-18337, *AMF c. X* ;
- Cass. com., 15 juin 2010, n° 09-14968, *Leonetti c/ Autorité des marchés financiers* ;
- Cass. com., 12 juil. 2011, n° 10-28375, *Bull. civ.* IV 2011, n° 122 ;
- Cass. com., 19 déc. 2011, n° 10-28375, inédit ;
- Cass. com., 7 janv. 2014, n° 11-24157, *Bull. civ. IV* 2014, n° 9 ;
- Cass. com., 25 fév. 2014, n° 13-18871, inédit ;
- Cass. com., 24 juin 2014, n° 13-20728, *Bull. civ. IV* 2014, n° 611 ;
- Cass. com., 24 juin 2014, n° 13-23191, *Bull. civ. IV* 2014, n° 612 ;
- Cass. com., 27 mai 2015, n° 12-21361, *Bull. Civ. IV* 2015, n° , *Société Wendel et Lafonta c. AMF* ;

Chambre criminelle :

- Cass. crim., 26 oct. 1995, n° 94-83780, *Bull. crim.* 1995, n° 324, p. 908
- Cass. crim., 9 nov. 1999, n° 98-81746, *Bull. crim.* 1999, n° 252, p. 786 ;
- Cass. crim., 14 déc. 1999, n° 99-80104, *Bull. crim.* 1999 n° 306, p. 947 ;
- Cass. crim., 1er mars 2000, n° 99-86299 ; *Bull. crim.* 2000, n° 98, p. 290 ;
- Cass. crim., 26 juin 2001, n° 00-83466, *Bull. crim.* 2001, n° 161, p. 504, *Société Carrefour France* ;
- Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82453, *Soros* ; *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 ;
- Cass. crim., 2 avr. 2008, n° 07-85179, inédit ;
- Cass. crim., 28 janv. 2009, n° 07-81674, *Société Fideuram Wargny* ;
- Cass. crim., 22 janv. 2014, n° 12-83579, *Bull. crim.* 2014, n° 22 ;
- Cass. crim., 1er avr. 2014, n° 12-86501, *Bull. crim.* 2014, n° 99 ;
- Cass. crim., 6 mai 2014, n° 12-88354, *Bull. crim.* 2014, n° 124 ;
- Cass. crim., 6 mai 2014, n° 13-81406, *Bull. crim.* 2014, n° 125 ;
- Cass. crim., 6 mai 2014, n° 13-82677, *Bull. crim.* 2014, n° 126 ;
- Cass. com., 7 oct. 2014, n° 13-18871, inédit ;
- Cass. com., 7 oct. 2014, n° 13- 19538, inédit ;
- Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042, inédit ;
- Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90043, inédit ;
- Cass. crim., 28 janv. 2015, n° 14-90049, inédit ;
- Cass. crim., 25 fév. 2015, n° 13-81946, inédit ;
- Cass. crim., 8 juil. 2015, n° 14-84562, *Bull. crim.* n° ;

- COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL FRANÇAISES :

- CONSEIL D'ÉTAT FRANÇAIS :
  - CE, 16 janv. 2008, n° 300741, inédit ;
  - CE, 6ème et 1ère sous-sections réunies, 16 juil. 2010, inédit ;
  - CE, section, 28 mars 2014, n° 360344, *Lebon* 20 janv. 2014, n° 1, p. ?
  - CE, 6ème et 1ère sous-sections réunies, 12 mars 2014, n° 360642, *Lebon*, ?

- CONSEIL CONSTITUTIONNEL FRANÇAIS :
  - 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) ;

Décisions de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers :

- Déc. AMF, 3 nov. 2004, *Vivendi Universal* ;
- Déc. AMF, 4 oct. 2005, *M. A* ;
- Déc. AMF, 5 oct. 2006, *Société X* ;
- Déc. AMF, 7 déc. 2006, *M. A. et Société X* ;
- Déc. AMF, 16 nov. 2006, *Société Cyber Press Publishing et de M. Marc Andersen* ;
- Déc. AMF, 15 fév. 2007, *MM. Thierry Boutin, Olivier Baudouin et Laurent Skrypczak* ;
- Déc. AMF, 29 mars 2007, *Banca Popolare* ;
- Déc. AMF, 24 mai 2007, *Société Rhodia* ;
- Déc. AMF, 16 janv. 2008, *Sociétés Infogrames Entertainment et Natexis Bleichroeder aux droits de laquelle vient la Société Natixis Securities et M. X* ;
- Déc. AMF, 28 fév. 2008, *Prologue Software, Euroland Finance* ;
- Déc. AMF, 26 juin 2008, *Beslay* ;
- Déc. AMF, 25 juin 2009, *MM. A et B* ;
- Déc. AMF, 25 nov. 2010, *Société Bac Majestic et M. Roch Lener* ;
- Déc. AMF, 12 mai 2011, *Société Kraay Trading I BV* ;
- Déc. AMF, 22 oct. 2012, *Société Orco property Group* et *al.* ;
- Déc. AMF, 1er oct. 2014, *Société Bourse direct et M. Jean-Marie Puccio* ;
- Déc. AMF, 2 juin 2015, *Société ISA France, NG Investments, Ormylia, ORMYLIA, Socodol et UBS (France)* et MM. A, Noël Goutard, Jacques Kielwasser, Michel Picault, Bernard Raboutet et Isabelle Raboutet ;
- Déc. AMF, 11 juil. 2015, *Société X* ;

Jurisprudence italienne :

- JUGES DE L'AUDIENCE PRÉLIMINAIRE ITALIENS :
  - G.U.P. Trib. Milano, ord. 25 genn. 2005 ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* genn.-giu. 2006, vol. 55, n. 1-2, pp. 275-300, con nota Beatrice MAGRO ;

- TRIBUNAL DE REEXAMEN (DES MESURES DE SURETÉ PROVISOIRES) :
  - Trib. riesame Cosenza, sez. pen. II, ord. 4 giu. 2009, *Meviox Kxx* ;

- TRIBUNAUX DE PREMIÈRE INSTANCE ITALIENS :
  - Trib. Milano, sez. pen. I, n. 10465/04 RG n.r. ;
  - Trib. Milano, 27 marzo 2006 (dep. 24 giu. 2006), n. 3406, *C.* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.* ott.-dic. 2007, vol. 60, n. 4, pp. 845-868, con nota Beatrice MAGRO ;
  - Trib. Milano, 21 dic. 2006, *C. G. e altro. C. Consob* ; *Giur. comm.* nov.-dic. 2007, n. 6, II, pp. 1291-1304, con nota Sergio GILOTTA (pp. 1304-1323) ;
  - Trib. Milano, sez. pen. II, 28 mai 2011 (dep. 10 ott. 2011), n. 6605, *Antonveneta* ;

- COURS D'APPEL ITALIENNES :
  - CA Milano, 12 nov. 2007, *Unipol* ;

- COUR DE CASSATION ITALIENNE :
  Sezione unite :
  - Cass. sez. un. pen., 6 marzo 2008, n. 10280 ;

<u>*Sezione penale*</u> :

- Cass. pen. sez. II, 4 giu. 2015, n. 26235, *F.L.G.* ;
- Cass. pen. sez. V, 20 genn. 2010 (dep. 3 marzo 2010), n. 8588, *Banca P. spa e altri* ; *Riv. trim. dir. pen. ec.*, ott.-dic. 2010, n. 4, Rubrica "Giurisprudenza", p. 979-989 ;
- Cass. sez. pen. V, 10 nov. 2014, n. 1782, *C.C.R.* ;
- Cass. pen. sez. VI, 3 marzo 2004 (dep. 22 apr. 2004), n. 18941 ;
- Cass. sez. VI, 22 maggio 2013 (dep. 5 giugno 2013), n. 24559, *Cass. pen.* apr. 2014, n. 4, pp. 1363-1365, oss. Maria Francesca CIALDELLA (p. 1361-1363) ;

<u>*Sezione tributaria*</u> :

- Cassazione civile sez. trib., 21 genn. 2015, n. 950 ;

- TRIBUNAUX ADMINISTRATIFS REGIONAUX ITALIENS :
  - Tar Lazio Roma, sez. I, 10 luglio 2012, n. 6257, *Cremoni* ;

- COUR CONSTITUTIONNELLE ITALIENNE :
  - Corte cost., 20 maggio 1976, n. 123, *Foro it*. 1976, n° I, comm. 2081 ;
  - Corte cost., 7 giu. 2011, n. 186 ; *G.U.* 15 giu. 2011 ;
  - Corte cost., 26 maggio 2010 (dep. 4 giu. 2010), n. 196 ;
  - Corte cost., 14 apr. 2014 (dep. 18 apr. 2014), n. 104 ;

Décisions de la Consob :

- Consob, delib. 30 dic. 2009, n. 17116, *Sig. Danilo Coppola e Gruppo Coppola S.p.A.* ;
- Consob, delib. 10 febb. 2010, n. 17169, *Sig. Angelo Manca e Schroder Investment Management Ltd* ;
- Consob, delib. 30 giu. 2015, n. 19293, *Manfredi Rosso* ;

<u>*Jurisprudences européennes*</u> :

- COUR DE JUSTICE DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (tous les arrêts et les conclusions de l'avocat général relatives sont disponibles sur le site de jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne : http://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/):
  - C.J.C.E., 9 mars 2006, n° C-436/04, *Van Esbroeck* ;
  - C.J.U.E., gde ch., 5 juin 2012, n° C-489/10, *Lucasz Marcin Bonda* ;

- COUR DE JUSTICE DE L'UNION EUROPÉENNE (tous les arrêts et les conclusions de l'avocat général relatives sont disponibles sur le site de jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne : http://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/) :
  - C.J.U.E., 3ème ch., 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV* ;
  - C.J.U.E., 1ère ch., 5 juil. 2007, C-430/05, *Ntionik Anonymi Etaireia Emporias* ;
  - C.J.U.E., gde ch., 26 fév. 2013, C-617/10, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson* ;
  - C.J.U.E., 2nde ch., 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta c. Autorité des marchés financiers* ;

- COUR EUROPÉENNE DES DROITS DE L'HOMME :
  - CourE.D.H., 23 oct. 1995, req. n° 15963/90, *Gradinger contre Autriche* ;
  - CourE.D.H., 7 juin 2007, n° 14939/03, *Sergueï Zolotoukhine contre Russie* ;

- Cour.E.D.H., gde ch., 10 fév. 2009, req. n° 14939/03, *Sergueï Zolotoukhine contre Russie* ;
- CourE.D.H., 19 mai 2009, req. n° 25041/07, *Messier contre France* ;
- CourE.D.H., 4 mars 2014, req. n°s 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10, *Grande Stevens et autres contre Italie* ;
- CourE.D.H., 30 avr. 2015, req. n° 3453/12, 42941/12 et 9028/13, *Kapetanios et autres contre Grèce* ;

SITES INTERNET :

- http://www.altalex.com ;
- http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/bicentenario/bicentenario.htm ;
- http://www.mbi-bourse.com/encyclopedie-bourse ;

TABLE DES MATIÈRES DE LA SECONDE PARTIE

LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS 499
Partie 2 505
La convergence imparfaite des régimes français et italien de répression des abus de marché 505
Titre 1 521
L'harmonisation incomplète des définitions 521
françaises et italiennes des abus de marché 521
Chapitre 1 533
Les définitions similaires 533
des abus d'informations privilégiées français et italiens 533
Section 1. Les valeurs sociales protégées par les abus d'informations privilégiées 537
Section 2. La détention d'informations privilégiées, préalable commun aux abus d'informations privilégiées français et italiens 543
Paragraphe 1. La similarité des notions françaises et italiennes d'information privilégiée 544
A- La définition générale de l'information privilégiée 548
1. L'objet inégal des définitions françaises et italiennes de l'information privilégiée 549
2. Les caractères communs aux définitions françaises et italiennes de l'information privilégiée 558
a. La confidentialité de l'information 559
B- 562
C- La précision de l'information 562
b. La sensibilité de l'information 575
c. L'appréciation objective du caractère privilégié de l'information 584
D- Les différences dans les déclinaisons des informations privilégiées aux objets spécifiques 586
1. L'information privilégiée relative aux instruments dérivés sur matières premières 587

2. L'information privilégiée relative aux quotas d'émission de gaz à effet de serre 598
3. L'information privilégiée relative aux personnes chargées d'exécuter les ordres de transactions boursières 607
4. L'information privilégiée française relative à la commission d'un crime ou d'un délit 609
Paragraphe 2. Les disparités relatives aux catégories d'initiés françaises et italiennes 610
A- L'évolution de la notion d'initié 611
B- Les classifications des initiés 622
1. Les initiés primaires 624
2. Les initiés secondaires 630
3. Les initiés tertiaires 638
Section 3. Les éléments constitutifs identiques des abus d'informations privilégiées français et italiens 640
Paragraphe 1. Les trois conduites matérielles des abus d'informations privilégiées 642
A- L'utilisation de l'information privilégiée 643
B- La communication illicite de l'information privilégiée 667
C- La recommandation ou l'incitation d'un tiers à réaliser une transaction boursière sur la base de l'information privilégiée 678
Paragraphe 2. L'imprécision de l'élément moral des abus d'informations privilégiées 682
A- La multiplicité des présomptions en matière d'utilisation d'informations privilégiées 683
B- L'ambivalence de l'élément moral de la communication illicite d'informations privilégiées 705
C- Le caractère nécessairement intentionnel de la recommandation ou de l'incitation à opérer sur les marchés financiers 708
Chapitre 2 718
Les définitions asymétriques 718
des manipulations de marché françaises et italiennes 718

Section 1. Les champs d'application inégaux des manipulations de marché françaises et italiennes....722
Paragraphe 1. Les domaines inégaux des manipulations de marchés françaises et italiennes....724
Paragraphe 2. L'extension récente du domaine de répression des manipulations de marché françaises....727
Section 2. Le rapprochement récent des critères français et italiens de définition des manipulations de marché....730
Paragraphe 1. L'élément matériel des manipulations de marché....730
A- L'unicité de la conduite de diffusion d'informations fausses ou trompeuses....731
B- La multiplicité des modalités de la manipulation de marché....745
1. Les transactions considérées comme illicites....746
2. Les opérations autorisées....762
Paragraphe 2. L'élément moral des manipulations de marché....766
A- L'admissibilité de la double nature de l'élément moral de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses....766
B- Le caractère majoritairement intentionnel de la manipulation de marché....768
Titre 2. La remise en cause des régimes actuels....773
de répression des abus de marché français et italiens....773
Chapitre 1....779
L'articulation imparfaite du système de triple sanction....779
des abus de marché français et italien....779
Section 1. La double voie de répression des abus de marché....780
Paragraphe 1. La similarité des sanctions applicables aux personnes physiques....782
A- La nature identique des sanctions principales françaises et italiennes 783
1. L'effectivité contestée des peines privatives de liberté....783
2. Le recours systématique à la sanction pécuniaire....796
B- Le choix commun de l'institution de sanctions accessoires....816

1. L'insuffisante application des sanctions d'interdiction par les autorités françaises....817
2. Le recours inégal à la confiscation par les autorités françaises et italiennes....824
3. Les difficultés liées à la publication des sanctions....829
Paragraphe 2. La responsabilité dissemblable des personnes morales et des groupements français et italiens....837
A- Les conditions distinctes de mise en œuvre de la responsabilité des personnes morales et groupements français et italiens....840
B- Les sanctions applicables aux personnes morales et groupements....845
1. La prévalence des sanctions pécuniaires à l'encontre des personnes morales et groupements français et italiens....846
2. L'existence parallèle de sanctions d'interdiction pour les personnes morales et groupements français et italiens....855
3. La confiscation appliquée aux personnes morales et groupements français et italiens....857
4. La publication des sanctions communes aux législationes françaises et italiennes....858
Paragraphe 3. Les divergences dans les régimes français et italien de répression de la tentative....859
Section 2. Les mesures indemnitaires prononcées à l'encontre des auteurs d'abus de marché....861
Paragraphe 1. La reconnaissance classique de la recevabilité de la constitution de partie civile des victimes d'infractions boursières....863
A- L'indemnisation des sociétés émettrices....864
B- Le régime spécifique des actionnaires....866
C- La situation personnelle des associations de défense des intérêts des actionnaires et des investisseurs....868
D- L'indemnisation des autres victimes d'infractions boursières....869
Paragraphe 2. L'originalité de la recevabilité de la constitution de partie civile spécifique de l'Autorité des marchés financiers et de la Consob....872
Chapitre 2....881
La nécessité d'une répartition législative des compétences....881

entre autorités administratives, judiciaires 881
et commissions spéciales....881
Section 1. La déconstruction inévitable du triple système de sanction des abus de marché français et italiens....883
Paragraphe 1. L'acceptation initiale du cumul des poursuites administrative et pénale par les juridictions internes....884
A- L'acceptation tacite des cumuls de poursuites et de sanctions administratives et pénales par les législateurs français et italiens....885
B- La reconnaissance expresse du cumul de poursuites et de sanctions devant les juridictions françaises et italiennes....887
Paragraphe 2. La jurisprudence des cours européennes au secours de la règle « *ne bis in idem* »....897
A- Le rejet explicite du cumul des poursuites administrative et pénale par la Cour européenne des droits de l'homme....897
B- Le rejet vraisemblable du cumul des poursuites administrative et pénale par la Cour de justice de l'Union européenne....906
Paragraphe 3. Le bouleversement consécutif des répressions française et italienne des abus de marché 911
A- La déclaration d'inconstitutionnalité française du cumul de sanctions 912
1. Le principe de proportionnalité des peines comme fondement de la prohibition du cumul des sanctions pénales et administratives....914
2. Les critères déterminant la mise en œuvre de l'interdiction du cumul des sanctions pénales et administratives....916
B- Le rejet du cumul de poursuites par de la Cour de cassation italienne920
Section 2. La reconstruction inéluctable du système de sanction des abus de marché français et italien....923
Paragraphe 1 : Les suggestions doctrinales et communautaires, des mesures incertaines....924
A- La suppression de l'une des deux procédures de sanction, une solution peu convaincante....924
1. Les éléments en faveur d'une répression pénale....926
2. Les éléments en faveur d'une répression administrative....927

B- Une répartition des compétences espérée entre autorité administrative et juge pénal....930
1. Les critères suggérés susceptibles de fondés la répartition des compétences administratives et judiciaires en matière d'abus de marché 930
a- Les difficultés liées à la mise en œuvre du critère du caractère intentionnel des abus de marché....931
b- La subjectivité du caractère de gravité des abus de marchés....933
c- La simplicité du critère des instruments financiers concernés par les abus de marché....936
2. Les propositions émises par les divers groupes de travail....937
a- Le rapport du groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon...937
b- Les mesures souhaitées par l'Autorité française de surveillance des marchés....939
c- Les propositions spontanées des membres du Club des juristes...941
d- La réforme envisagée par le droit français....943
e- Les suggestions de la doctrine italienne....945
Paragraphe 2. La proposition d'une répartition tripartite des compétences en matière d'abus de marché....947
A- La phase d'enquête menée par les autorités judiciaires en collaboration avec l'Autorité des marchés financiers....947
1. L'enquête menée par les autorités judiciaires conformément aux principes fondamentaux du procès pénal....948
2. Les autorités administratives, autorités d'enquête sous la direction du ministère public....948
B- L'attribution de l'audience de sanction par les autorités judiciaires....951
C- La compétence exclusive de la Commission des victimes d'infractions boursières....955
Dispositions réécrites du Code monétaire et financier....968
Dispositions réécrites du texte unique en matière d'intermédiation financière....982
Annexe 1....994
Index alphabétique....1000
Bibliographie générale non exhaustive....1011

Table des matières de la seconde partie 1047