



LES PRÉSUMPTIONS DANS LES ABUS DE MARCHÉ : ARTICULATION ENTRE INNOCENCE ET CULPABILITÉ

Mémoire rédigé sous la direction de

Monsieur le Professeur Didier Rebut

**Magistère Juriste d'Affaires – DJCE
2023**

Dirigé par Monsieur le Professeur Antoine Gaudemet

L'Université Panthéon-Assas (Paris II) Droit – Économie – Sciences Sociales n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

REMERCIEMENTS

À Monsieur le Professeur Didier Rebut,

qui a bien voulu accepter la proposition du sujet de ce mémoire et m'a encouragée à poursuivre dans sa rédaction, ainsi que pour sa constante bienveillance et la qualité de son enseignement dispensé qui a nourri ma réflexion et m'a amenée à approfondir la matière.

Témoignage de ma profonde et respectueuse gratitude.

À Monsieur le Professeur Antoine Gaudemet, Madame le Professeur France Drummond

qui m'ont fait découvrir et apprécier la particularité du domaine boursier et ses mécanismes ainsi que Mesdames et Messieurs les Professeurs de l'Université Panthéon-Assas pour la formation dispensée tout au long de ces années d'études.

En reconnaissance du très bénéfique enseignement reçu sous leur égide.

À mes parents,

qui m'ont prodigué leurs conseils et m'ont assurée de leur soutien et de leurs encouragements constants tout au long de mes études et de l'élaboration de ce mémoire.

Témoignage de mon affection indéfectible.

À mes amis et camarades de promotion 2023 du Magistère Juriste d'Affaires, en particulier Agathe Christolomme, Godefroy Sulger et Julien Karabas,

qui ont apporté un regard extérieur dans ma réflexion ainsi que leur présence et aide vigilante dans la rédaction de ce mémoire.

Témoignage de ma vive amitié.

PRINCIPALES ABREVIATIONS

AAI	Autorité administrative indépendante
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
aff.	Affaire(s)
AJDA	Revue Actualité juridique – droit administratif
AJDP	Revue Actualité juridique – droit pénal
al.	Alinéa
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AMAFI	Association française des marchés financiers
ANSA	Association nationale des sociétés par actions
AP	Cour de cassation, assemblée plénière
Art.	Article
Ass. plén.	Assemblée plénière de la Cour de cassation
B&D	Business § Decision
Banque et Dr.	Revue Banque et Droit
BJB	Revue Bulletin Jolly Bourse
BJS	Revue Bulletin Joly Sociétés
Bull. civ.	Bulletin civil de la Cour de cassation
Bull. crim.	Bulletin criminel de la Cour de cassation
Bull. mens.	Bulletin mensuel de la COB
CA	Cour d’appel
CAA	Cour administrative d’appel
cah. dr. entrepr	Cahiers de droit de l’entreprise
CC	Code civil
CCass	Cour de cassation
CCom	Code de commerce
Charte DUE	Charte des droits fondamentaux de l’Union européenne
CE	Conseil d’Etat
CEDH	Cour européenne des droits de l’Homme
CESDH	Convention de sauvegarde des Droits de l’Homme et des Libertés fondamentales
ch.	Chambre
chron.	Chronique
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l’Union européenne
CMF	Code monétaire et financier
COB	Commission des opérations de bourse
coll.	Collection
com.	Cour de cassation, chambre commerciale
comm.	Commentaire
Comm. EDH	Commission Européenne des droits de l’Homme
Comm. UE	Commission Européenne
Com. sanct.	Commission des sanctions de l’Autorité des marchés financiers
concl.	Conclusion
Cons. const.	Conseil constitutionnel
CP	Code pénal
CPC	Code de procédure civile
CPP	Code de procédure pénale
Crim.	Cour de cassation, chambre criminelle
D.	Dalloz
D. affaires	Revue Dalloz affaires

DDHC	Déclaration des droits de l'homme et du citoyen
déc.	Décision
(dir.)	Directeur
Directive MAD	Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché
doctr.	Doctrine
Dr. adm.	Revue Droit administratif
Dr. et patr.	Revue Droit et patrimoine
Dr. pén	Revue droit pénal
Dr. sociétés	Revue Droit des sociétés
DUDH	Déclaration universelle des droits de l'homme
éd.	Edition
et alii	Et autres
et s.	Et suivant
Fasc.	Fascicule
Gaz. Pal.	Gazette du Palais
gr. ch.	Grande chambre du Conseil d'Etat
<i>Ibid</i>	<i>Ibidem</i> (au même endroit)
J.- Cl.	Jurisqueleur
JCP G	La Semaine juridique – édition générale
JOUE	Journal officiel de l'Union Européenne
JSS	Journal Spécial des Sociétés
L.	Loi
LGDJ	Librairie générale de droit et de jurisprudence
n°	Numéro
obs.	Observation
op. cit.	<i>Opus citatum</i>
OPA	Offre publique d'achat
p.	Page
par ex.	Par exemple
PIDCP	Pacte international relatif aux droits civils et politiques
PUAM	Presses universitaires d'Aix- Marseille
PUF	Presse universitaire de France
PNF	Parquet National et Financier
Pt.	Point
RDBF	Revue de droit bancaire et financier
RDP	Revue de droit public
Règlement MAR	Règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché
Rép. civ.	Répertoire de droit civil dalloz
Rép. cont. adm.	Répertoire de contentieux administratif Dalloz
Rép. sociétés	Répertoire de droit des sociétés Dalloz
Rev. sociétés	Revue des sociétés
Rev. pén. suisse	Revue pénale suisse
RJC	Revue de jurisprudence commerciale
RJDA	Revue juridique de droit des affaires
RLC	Revue Lamy de la concurrence
RLDA	Revue Lamy droit des affaires
RSC	Revue de science criminelle et de droit pénal comparé
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTDF	Revue trimestrielle de droit financier
sect.	Section

ss.
ss.-sect.
ss.- sect. réunies
Sté
t.
T. corr.
T. des conflits
TFUE
TGI
Trib. UE
V.
v°

Sous
Sous-sections
Sous- sections réunies
Société
Tome
Tribunal correctionnel
Tribunal des conflits
Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
Tribunal de grande instance
Tribunal de l'Union européenne
Voir (dans le sens de « à consulter »)
Voir le mot

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	16
I. Le principe de présomption d'innocence : trois implications	17
§1. Domaine ratione materiae de la présomption d'innocence.....	17
§2. Domaine ratione personae du bénéfice de la présomption d'innocence	19
§3. Domaine ratione personae de l'obligation de respecter de la présomption d'innocence.....	21
II. L'effectivité de la présomption d'innocence : trois implications	22
§1. Les droits de la défense.....	22
A. Le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination	22
B. Le droit de disposer du temps et des facilités nécessaires à la préparation de sa défense.....	24
§2. Le droit à un double degré de juridiction.....	24
§3. Le principe d'impartialité	25
III. Les abus de marché : dualité de la répression.....	26
§1. L'exclusion du manquement administratif de rétention d'une information privilégiée	26
§2. Les opérations d'initié	27
A. Délit et manquement d'initié.....	27
B. Délit et manquement de divulgation illicite d'information privilégiée... ..	29
§3 Les manipulations de marché.....	31
A. Délit et manquement de manipulation de cours.....	31
B. Délit et manquement de diffusion d'information fausse ou trompeuse ..	32
C. Délit et manquement de manipulation d'indice	33
IV. Les enjeux de la possibilité d'instaurer des présomptions de culpabilité au sein des abus de marché	34
§1. La reconnaissance de la possibilité d'édicter des présomptions de culpabilité	34
A. Une reconnaissance aux conditions plus strictes que la simple proportionnalité.....	34
B. Une reconnaissance du caractère économique des présomptions de culpabilité	36
C. Une reconnaissance dont les conditions de validité ne peuvent n'être que théoriques	37

§2. La pertinence d'une application similaire du principe pénal de présomption d'innocence devant l'AMF et les juridictions répressives..... 38

- A. Légitimité du questionnement : les raisons alléguées pour une application allégée de la présomption d'innocence 38
- B. Légitimité du questionnement : les raisons subsistantes pour une application similaire de la présomption d'innocence..... 40

PARTIE 1 : LES MOYENS PERMETTANT UNE ATTEINTE RENFORCÉE A LA PRESOMPTION D'INNOCENCE..... 43

CHAPITRE 1 : L'INSTAURATION D'UN CONTEXTE PROPICE A L'EDICITION DES PRESOMPTIONS 43

SECTION 1 : L'ouverture de l'enquête 44

SECTION 2 : Le déroulement de l'enquête 44

- A. Le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination 44
 - 1. Limitation : l'absence de disposition imposant aux enquêteurs le rappel du droit..... 45
 - 2. Limitation : délit et manquement d'entrave 46
- B. Les conséquences de l'exclusion du contradictoire..... 48
 - 1. Les conséquences du caractère non-contradictoire de l'enquête..... 49
 - 2. Les dangers de la lettre circonstanciée 50

SECTION 3 : La fin de l'enquête..... 51

- A. La liberté des enquêteurs dans la prise en compte des observations des personnes suspectées 51
- B. La liberté des enquêteurs dans la constitution du dossier probatoire 52

CHAPITRE 2 : L'ATTEINTE EXISTANTE A LA PRESOMPTION D'INNOCENCE, UNE MULTIPLICITE DE PRESOMPTIONS 53

SECTION 1 : Les atteintes conséquentes à la présomption d'innocence par les modalités de fonctionnement des autorités répressives : l'instauration de présomptions de fait 54

§1. L'atteinte par les modalités de fonctionnement de l'AMF 54

A. Des atteintes matérialisées à travers la preuve par faisceau d'indices 54

- 1. La preuve par faisceau d'indices 54
- 2. L'extension du champ d'application de la preuve par faisceau d'indices 56
- 3. Les limites subsistantes à la preuve par faisceau d'indices 59
 - a) La subjectivité de la preuve par faisceau d'indices..... 59

b) La conséquence de la valeur probante de la liste d'initiés.....	60
B. Des atteintes caractérisées à travers la collaboration avec le PNF et les autorités étrangères dans la recherche de la preuve	61
§2. L'atteinte par les modalités de fonctionnement du PNF	63
A. L'admission de la preuve par faisceau d'indices devant les juridictions pénales.....	63
B. La collaboration avec l'AMF dans la recherche de la preuve.....	65
 <i>SECTION 2 : Les atteintes renforcées à la présomption d'innocence par la multiplicité des présomptions au sein des abus de marché : l'instauration de présomptions de droit.....</i>	
 <i>SOUS-SECTION 1 : L'utilité incontournable des présomptions au sein des manquements administratifs : une limitation importante à la présomption d'innocence en conséquence..</i>	
§1. Les présomptions de culpabilité au sein des opérations d'initiés	68
A. La présomption d'influence sensible du cours pour les informations privilégiées.....	68
B. Les présomptions au sein du manquement d'initié	70
1. Elément matériel	70
a) La présomption de détention de l'information privilégiée	71
b) La présomption d'utilisation de l'information privilégiée	72
c) La présomption de l'illégitimité de l'utilisation.....	73
d) La présomption de modification d'un ordre antérieur.....	74
2. Elément moral : la présomption de connaissance du caractère privilegié de l'information	74
C. Les présomptions au sein du manquement de diffusion d'information privilegiée.....	77
1. Elément matériel.....	77
2. Elément moral	78
§2. Les présomptions de culpabilité au sein des manipulations de marché.....	78
A. Les présomptions au sein du manquement de manipulation de cours	78
1. Elément matériel.....	79
2. Elément moral	80
B. Les présomptions au sein du manquement de diffusion d'information fausse ou trompeuse	81
1. Elément matériel.....	81
2. Elément moral	82
C. Les présomptions au sein du manquement de manipulation d'indice	83
1. Elément matériel.....	83

2. Element moral	83
<i>SOUS SECTION 2 : Une applicabilité similaire aux infractions pénales ?</i>	83
§1. Eléments constitutifs des délits : similitudes et différences probatoires	84
A. Les opérations d’initié.....	84
1. Elément matériel.....	85
2. Elément moral	87
B. Les manipulations de marché.....	89
1. Elément matériel.....	89
2. Elément moral	90
§2. Elément moral : la tendance des délits matériels.....	91
CHAPITRE 3 : L’ATTEINTE RENFORCEE A LA PRESOMPTION D’INNOCENCE PAR LA COMBINAISON DES PRESOMPTIONS	94
<i>SECTION 1 : Atteinte à la présomption d’innocence par l’addition des présomptions</i>	94
<i>SECTION 2 : Atteinte à la présomption d’innocence par le cumul des présomptions</i>	96
CHAPITRE 4 : LES PRINCIPES VENANT ENTERINER LE POIDS DES PRESOMPTIONS DE CULPABILITE SUR LA PRESOMPTION D’INNOCENCE	98
<i>SECTION 1 : Les principes pénaux</i>	98
§1. Le principe de légalité criminelle, articulation avec les présomptions de culpabilité jurisprudentielles.....	98
§2. Le principe de responsabilité des personnes morales et physiques, articulation avec les présomptions de culpabilité jurisprudentielles	100
A. Importance par le cumul possible de ces responsabilités.....	100
B. Importance au niveau de l’émetteur : un jeu additionnel de présomptions	101
C. Importance au niveau du dirigeant : un jeu additionnel de présomptions	102
§3. Le principe de l’intime conviction du juge, articulation avec les présomptions de culpabilité jurisprudentielles.....	105
<i>SECTION 2 : Les principes non pénaux : le principe d’égalité entre les mis en cause</i>	106
PARTIE 2 : LES MOYENS PERMETTANT UN RETOUR RENFORCÉ DE LA PRESOMPTION D’INNOCENCE	109

CHAPITRE 1 : LES MOYENS DISPONIBLES	109
<i>SECTION 1</i> : Les moyens disponibles pour éliminer la présomption.....	109
§1. Combattre les irrégularités de la phase d'enquête : un apport insuffisant.....	109
A. Recours en annulation.....	109
B. Recours en responsabilité.....	112
§2. Neutraliser la méthode du faisceau d'indices : un apport limité	114
A. Pluralité des indices	114
B. Pertinence des indices	115
C. Confrontation des différents indices de culpabilité.....	116
D. Confrontation des indices de culpabilité et de non culpabilité	117
E. Exigence d'une démonstration sans équivoque	119
§3. Évincer les présomptions de culpabilité : un apport modéré.....	123
A. La preuve de l'absence de caractérisation d'un élément déclencheur de la présomption.....	123
B. Les présomptions de comportement légitime	126
1. Les comportements légitimes reconnus au sein des infractions d'initié	126
2. Les comportements légitimes reconnus au sein des infractions de divulgaration d'informations financières	128
a) La liberté d'expression, la protection renforcée de la présomption d'innocence des journalistes	129
b) L'efficacité du marché, la protection renforcée de la présomption d'innocence pour les professionnels du marché...	131
§4. Renverser les présomptions de culpabilité : un apport incomplet	133
A. L'absence concrète de renversement des présomptions devant l'AMF	134
1. Les manquements d'initié	134
2. Le manquement de diffusion de fausse information	142
B. La possibilité concrète de renversement des présomptions devant le PNF.....	144
<i>SECTION 2</i> : Les moyens disponibles pour éliminer la responsabilité.....	147
§1. L'existence de moyens à la disposition de la personne mise en cause	147
A. Les faits justificatifs propres aux opérations d'initié	148
B. Les faits justificatifs propres aux manipulations de marché	150
§2. La faiblesse des moyens à la disposition de la personne mise en cause	153

CHAPITRE 2 : LES MOYENS PROSPECTIFS	155
<i>SECTION 1</i> : La pertinence d'une évolution au stade de l'enquête	155
§1. Au regard du droit au silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination .	155
A. Par le renforcement de son champ d'application	155
B. Par le renforcement de son contrôle	159
§2. Au regard de la contestation des irrégularités procédurales au stade de l'enquête	160
A. Par le renforcement du rôle de la personne suspectée	161
B. Par le renforcement du contrôle des actes du régulateur	163
C. Par le renforcement de la responsabilité du régulateur	165
<i>SECTION 2</i> : La pertinence d'une évolution au stade du raisonnement probatoire.....	166
§1. Au regard du recours aux présomptions de fait	166
A. L'abandon souhaitable du raisonnement par exclusion.....	166
B. L'exigence renforcée de recherche de preuves directes	168
C. La limitation opportune à la corroboration de la preuve par le trading algorithmique pour les manipulations de cours.....	172
D. L'interrogation sur la pertinence de l'instauration d'une procédure de clémence	173
§2. Au regard de la contestation des présomptions de droit	175
§3. Au regard d'un renforcement de la spécialisation des magistrats	179
 CONCLUSION	 185
 BIBLIOGRAPHIE	 187

INTRODUCTION

« *Efficacité. Voilà incarnée en un mot la préoccupation cardinale du législateur en matière de régulation boursière* »¹. Le droit financier a pu être qualifié de « *droit des forts* »² en raison de son caractère sévère et expéditif tant dans ses procédures que dans ses sanctions. Il confère en effet aux autorités répressives des pouvoirs multiples et exorbitants pour obtenir des preuves et faciliter les démarches probatoires de ces dernières, fondées sur des présomptions³ « *toujours plus nombreuses au point d'en devenir omniprésentes* »⁴.

Il est aujourd'hui entériné que des dérogations existent dans le domaine des affaires, tant au droit pénal commun de fond que de forme, ces dernières étant justifiées par la spécialisation de la délinquance. Un sociologue américain a pu parler de « *criminalité en col blanc* » pour désigner une délinquance motivée souvent par une maximisation des profits et qui a recours à des moyens dissimulés, ce qui rend la répression de cette dernière particulièrement compliquée par la simple utilisation des outils de droit commun⁵. Le domaine des abus de marché en est une illustration prenante puisque le marché coté se veut être un lieu de transparence et de confiance entre les investisseurs. Face à une vie des affaires faite de discrétion, de secrets et de montages souvent difficiles à appréhender, il a été jugé nécessaire d'aménager les règles procédurales pénales de droit commun⁶. Ce choix s'est notamment matérialisé par l'édiction d'abondantes présomptions de culpabilité, favorables à l'accusation ce qui porte dès lors nécessairement atteinte à la présomption d'innocence de la personne mise en cause. Le recours aux présomptions permet en effet de résoudre les difficultés et préoccupations probatoires pour l'autorité de poursuite et est notamment consacrée en droit commun aux articles 1354 et 1382 du Code Civil. Ces derniers disposent en effet que « *la présomption que la loi attache à certains actes ou à certains faits en les tenant pour certains, dispense celui au profit duquel elle existe d'en rapporter la preuve* » et que « *les présomptions qui ne sont pas établies par la loi, sont laissées à l'appréciation du juge qui ne doit les admettre que si elles sont graves, précises et concordantes, et dans ce cas, seulement où la loi admet la preuve par tout moyen* ». Ainsi, comme le définissait l'ancien article 1349 du même Code, elles sont « *des*

¹ D. MARTIN, « La coopération forcée aux enquêtes de l'AMF est-elle euro compatible ? », *JCP G* 2013, doct. 1226. V. aussi M.-A. FRISON-ROCHE, « Vers le droit processuel économique », *Justice*, Janvier-Juin 1995, p. 98 : « Le droit économique qui a pour fin la conservation ou la restauration de l'équilibre économique, est apte à se contenter de preuves objectives de comportement, voire à les satisfaire de preuves de nature économique ».

² H. SYNVEY « le droit financier : un droit des forts », *BJB* mars 2014, n°111g2, p. 125.

³ Présomption : « conséquence que la loi ou le juge tire d'un fait connu à un fait inconnu dont l'existence est rendue vraisemblable par le premier, procédé technique qui entraîne, pour celui qui en bénéficie, la dispense de prouver le fait inconnu difficile ou impossible) établir directement, à charge de rapporter la preuve plus facile du fait connu (d'où un déplacement de l'objet de la preuve) mais sous réserve, lorsque la présomption est réfragable de la preuve par son adversaire de l'inexistence du fait inconnu présumé (d'où en ce cas un renversement de la charge de la preuve). Le terme désigné à la fois la démarche inductive de celui (législateur ou juge) qui pose ou admet la présomption et la preuve qui en résulte (la preuve induite) ». Présomption de fait : « présomption que le juge induit librement d'un fait pour former sa conviction, sans y être obligé par la loi ; mode de preuve très proche de la preuve par indices (...) » ; présomption judiciaire : « présomptions qui ne sont pas établies par la loi » ; présomption légale : « présomptions établies par la loi » (G. CORNU (dir.), « Vocabulaire juridique », v° Présomption, *PUF, coll. « Quadrige* », 8e éd., 2007, p. 788).

⁴ N. IDA, « La preuve devant l'Autorité des marchés financiers », *Dalloz* 1^{ère} éd., févr. 2022, p. 722.

⁵ E. SUTHERLAND, « white collar crime », *New York : the Dryden Press*, 1949.

⁶ P. BONFILS, E. GALLARDO, « Droit pénal des affaires collection », *LGD-cours* 3^{ème} éd., août 2021, p. 4 à 8.

conséquences que la loi ou le magistrat tire d'un fait connu à un fait inconnu »⁷ et qui entraîne « un déplacement de l'objet de la preuve »⁸.

Si des dérogations à la présomption d'innocence sont possibles comme il le sera ultérieurement démontré, il convient néanmoins de maintenir un équilibre entre l'efficacité de la répression et la recherche des auteurs d'infractions, ainsi que le respect des droits et des libertés fondamentaux⁹. Malgré les attaques qu'a pu subir la présomption d'innocence de la part des positivistes qui proposaient de l'écarter pour les criminels par tendance et pour les criminels professionnels¹⁰, ce principe n'en reste pas moins un principe conventionnel et constitutionnel fondamental au respect des droits de l'homme en matière pénale et s'applique donc bel et bien au sein des abus de marché. Ainsi, il convient de délimiter tant le principe même de présomption d'innocence (I), que les principes qui en découlent afin d'assurer son effectivité (II), ainsi que le domaine des abus de marché (III) qui amène à l'enjeu de l'édiction de présomptions de culpabilité (IV).

I. Le principe de présomption d'innocence : trois implications

Principe fort ancien, la présomption d'innocence est particulièrement large tant par les différents versants qu'elle présente (§1), que par les personnes qui en bénéficient (§2), ou qui y sont soumises (§3).

§1. Domaine ratione materiae de la présomption d'innocence

Sources. S'il est possible de retrouver des traces anciennes de la présomption d'innocence, comme le témoigne par exemple les écrits de Voltaire où celui-ci affirmait qu'« *il vaut mieux hasarder de sauver un coupable que de condamner un innocent* »¹¹, ce principe ne fut officiellement reconnu qu'à compter de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789¹² qui, sans la proclamer, l'invoque en rappelant que « *tout homme étant présumé innocent* ».¹³ Néanmoins, ce principe a été largement consacré puisqu'il est désormais présent à la fois dans les principaux textes conventionnels de protection des droits de l'homme, tel qu'à l'article 11 de la DUDH, à l'article 6 §2 de la CEDH, à l'article 14 §2 du PIDCP, et à l'article 48 §1 de la Charte DUE¹⁴, et dans ceux constitutionnels suite à l'intégration de la DDHC au sein du bloc de constitutionnalité¹⁵.

⁷ Ancien article 1349 du Code civil.

⁸ F. TERRE, « Introduction générale au droit », *Dalloz* 9^e éd., n°576.

⁹ N. RONTCHEVSKY, « Le délit d'obstacle et le manquement d'entrave aux enquêtes de l'Autorité des marchés financiers », dans C. MASCALA, H. MATSOPOULOU (dir.), « Le Lamy Droit pénal des affaires », *WKF*, n°2212.

¹⁰ B. BOULOC, « Présomption d'innocence et droit pénal des affaires », v° Doctrine, *Sommaire du n°3-1995*, p. 465 citant E. FERRI, « Sociologie criminelle », *ancienne librairie Germer Baillière et compagnie*, Paris, 1905, n°73 et G. TARDE, « la philosophie pénale », 1890, Paris, *Cujas*, 1972, p. 451.

¹¹ VOLTAIRE, « Zadig ou la destinée », 1747, *Beuchot*, 1829, p. 11. Disponible en ligne sur : https://www.ebooksgratuits.com/blackmask/voltaire_zadig.pdf.

¹² Commentaires ss. Article 9 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789, *Code constitutionnel et des droits fondamentaux Dalloz*.

¹³ N. BASTUCK, « La vache sacrée et le chien de garde ou comment la presse doit concilier son devoir « impérieux » d'information et le respect tout aussi « cardinal » de la présomption d'innocence », *Les Cahiers de la Justice* 2010/2 (N° 2), p. 95 à 103.

¹⁴ Les droits et principes de la Charte sont reconnus par l'Union européenne (article 6 TFUE) et doivent être interprétés, selon son article 52 §3, a minima de la même manière que les droits et libertés garantis par la CESDH : « Dans la mesure où la présente Charte contient des droits correspondant à des droits garantis par la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales, leur sens et leur portée sont les mêmes ».

La présomption d'innocence est donc un principe fondamental consacré par des normes supérieures qui impose ainsi à l'Etat son respect à travers l'action ou l'inaction de ses différentes institutions. Cette protection tant conventionnelle que constitutionnelle témoigne de l'importance attachée au respect de ce principe qui n'a d'ailleurs pas cessé d'être rappelé au sein de la loi elle-même : d'abord à l'article 9-1 du Code Civil par la loi du 5 janvier 1993¹⁶, puis plus tardivement au sein de l'article préliminaire du Code de procédure pénale par la loi du 15 juin 2000¹⁷ dont la place dans ce Code rappelle toute son importance. La publication de la directive européenne de 2016 relative à la présomption d'innocence¹⁸ a rappelé l'importance de celle-ci au sein de notre ordre juridique et la nécessité de veiller à son respect effectif par les différents Etats membres. Cette directive n'a néanmoins pas entraîné à ce jour de révision de notre droit français, dans la mesure où elle n'apporte aucun changement ou évolution qui nécessiterait de modifier celui-ci. La présomption d'innocence est donc la base, la pierre angulaire¹⁹, le « *principe source* » des règles de procédure pénale d'une société démocratique²⁰.

Manifestations. La présomption d'innocence est, chronologiquement, la première garantie dont doit bénéficier la personne poursuivie²¹ et l'importance de sa reconnaissance se retrouve à travers les implications exactes de ce principe multifacette. Ce principe s'applique en effet dès que l'intéressé fait l'objet d'une accusation de nature pénale²². Il s'agit tout d'abord d'un droit de la personnalité qui implique de ne pas subir les effets juridiques attachés à une déclaration de culpabilité, à défaut d'être reconnue coupable par un jugement devenu irrévocable. Ce point était déjà souligné par C. Beccaria qui affirmait, dans son traité *Des délits et des peines*, que la justice doit respecter le droit de chacun d'être cru innocent et qu'« *un homme ne saurait être regardé comme coupable avant la sentence du juge* »²³. Louis XVI le déclarait également à Versailles le 1^{er} mai 1788 en affirmant que « *le premier de tous les principes en matière criminelle (...) veut qu'un accusé, fût-il condamné à mort en première instance, soit toujours réputé innocent aux yeux de la loi jusqu'à ce que sa sentence soit confirmée en dernier ressort* »²⁴.

que ceux que leur confère ladite convention. Cette disposition ne fait pas obstacle à ce que le droit de l'Union accorde une protection plus étendue ».

¹⁵ Cons. const., 16 juil. 1971, n° 71-44 DC.

¹⁶ L. n° 93-2 du 4 janv. 1993, JO 5 janv. : D. 1993. 134.

¹⁷ L. n° 2000-516 du 15 juin 2000 renforçant la présomption d'innocence des droits des victimes, JO 16 juin, D. 2000. 253.

¹⁸ Directive (UE) 2016/343 du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne du 9 mars 2016 portant renforcement de certains aspects de la présomption d'innocence et du droit d'assister à son procès dans le cadre des procédures pénales.

¹⁹ CEDH, 17 janv. 1970, *Delcourt c. Belgique*, n° 2689/65, §25.

²⁰ N. BASTUCK, « La vache sacrée et le chien de garde ou comment la presse doit concilier son devoir « impérieux » d'information et le respect tout aussi « cardinal » de la présomption d'innocence », *Les Cahiers de la Justice* 2010/2 (N° 2), p. 95 à 103 citant F. DESPORTES, L. LAZERGES-COUSQUER, « Traité de procédure pénale », *Economica* 1^{ère} éd., 2009, p. 121 et s.

²¹ A. CAPPELLO, « Autorités administratives indépendantes – Les garanties procédurales devant les autorités administratives indépendantes », *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale* Dalloz, oct. 2016, actualisation : juillet 2019, n° 139.

²² CEDH, 10 oct. 2019, *Batiashvili c. Géorgie*, n° 8284/07, §79 et Cons. const., 13 mars 2003, n°2003-467 DC, §85 : « le principe de la présomption d'innocence ne peut être utilement invoqué en dehors du domaine répressif ». Elle régit les procédures pénales dans leur globalité, indépendamment de l'issue des poursuites et non pas seulement l'examen du bien-fondé de l'accusation (CEDH, 30 mars 2010, *Poncelet c. Belgique*, n°44418/07, §50 ; CEDH, 25 mars 1983, *Minelli c. Suisse*, n°8660/79, §30 ; CEDH, 6 févr. 2007, *Garycki c. Pologne*, n°14348/02, §68).

²³ C. BECCARIA, « Des délits et des peines », 1764, traduit par M. CHAILLOU, *Institut Copet*, Paris, 2011.

²⁴ Commentaires ss. Article 9 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789, *Code constitutionnel et des droits fondamentaux* Dalloz.

Mais ce principe implique également, en second lieu, une exigence et garantie procédurale selon laquelle la preuve de la culpabilité de l'accusé incombe en principe à l'accusation qui doit alors prouver tant l'élément légal que matériel et moral de l'infraction reprochée²⁵. Il s'agit donc d'une règle de preuve selon laquelle en vertu du principe de présomption d'innocence, la personne poursuivie n'a pas à établir de preuves relativement aux faits reprochés, ni à participer à l'établissement de la preuve par d'autres²⁶. Cet aspect de la présomption d'innocence n'est pas explicitement consacré par le Code français de procédure pénale mais l'est par les jurisprudences constitutionnelles et conventionnelles²⁷. La CEDH a notamment affirmé que « *la présomption d'innocence sera enfreinte lorsque la charge de la preuve aura été renversée de l'accusation à la défense* »²⁸.

Enfin, ce principe implique que le doute profite à l'accusé (« *in dubio pro reo* »)²⁹. Ainsi, s'il subsiste un doute sur la commission de l'infraction par le prévenu ou l'accusé, ce dernier doit être relaxé ou acquitté³⁰. Du fait de cette présomption, la mention du doute ne doit pas figurer dans la décision judiciaire³¹.

§2. Domaine *ratione personae* du bénéfice de la présomption d'innocence

Interrogation sur l'application de la présomption d'innocence aux personnes morales.

S'il est évident que le principe de présomption d'innocence s'applique à toute personne physique, un doute pourrait néanmoins subsister à l'égard des personnes morales dont la responsabilité pénale ne peut être engagée en droit pénal commun que depuis l'entrée en vigueur, le 1^{er} mars 1994, du nouveau Code pénal³². L'article 121-2 a abandonné le principe d'irresponsabilité pénale des personnes morales et retient en effet que leur responsabilité peut être engagée si l'infraction est commise par une personne physique qui a qualité d'organe ou de représentant de la personne morale et si cette personne a commis l'infraction pour le compte de celle-ci. Cette interrogation subsiste d'autant plus que la directive européenne de 2016³³ relative à la présomption d'innocence n'est applicable qu'aux personnes physiques. Même si un amendement parlementaire qui prévoyait de l'étendre aux personnes morales avait été introduit, le texte adopté ne reprend pas cette considération. L'exposé des motifs précise en effet qu'il est « *prématuré* » de légiférer au niveau de l'Union sur la présomption d'innocence des personnes morales déjà protégée par des garanties législatives internes³⁴.

²⁵ B. BOULOC, « Procédure pénale », *Précis Dalloz* 28 éd., déc. 2021, p. 130 à 134.

²⁶ M.-L. RASSAT, « Procédure pénale », *Ellipses* 3^{ème} éd., 2017, p. 245.

²⁷ D. ROETS, « La présomption d'innocence », *Connaissance du droit*, oct. 2019, p. 18 : « Elle est très logiquement présentée comme une conséquence directe de la présomption d'innocence tant par le Conseil constitutionnel (Cons. const., 20 janv. 1981, n°80- 127 DC) que par la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH, 30 mars 1963, *Autriche c. Italie*, n° 788/60, §179 et CEDH, 6 déc. 1988, *Barberà, Messegué et Jabardo c. Espagne*, n° 10590/83, §77) ».

²⁸ CEDH, 20 mars 2001, *Telfner c. Autriche*, n°33501/96, §15. V. aussi : CEDH, Guide sur l'article 6 - droit à un procès équitable (volet pénal), mise à jour au 31 août 2022, p. 77. Disponible en ligne sur : https://www.echr.coe.int/documents/guide_art_6_criminal_fra.pdf.

²⁹ Au prévenu pour les délits. V. : CEDH, 30 mars 1963, *Autriche c. Italie*, n°788/60 ; CEDH, *Barberà, Messegué, et Jabardo c. Espagne*, 6 déc. 1988, n°10590/83, §77 ; CEDH, 19 oct. 2017, *Tsalkitzis c. Grèce*, n°27462/09.

³⁰ Cass. crim., 21 mars 1990, n°88-84-011.

³¹ M.-L. RASSAT, « Procédure pénale », *Ellipses* 3^{ème} éd., 2017, p. 244.

³² Le principe de responsabilité des personnes morales est issu de la loi n° 92-683 du 22 juillet 1992 et a été généralisé par la loi dite « Perben II » n° 2004-204 du 9 mars 2004.

³³ Directive (UE) 2016/343 du parlement européen et du conseil du 9 mars 2016 portant renforcement de certains aspects de la présomption d'innocence et du droit d'assister à son procès dans le cadre des procédures pénales.

³⁴ A. PORTMANN, « Respect de la présomption d'innocence : les députés européens adoptent une résolution législative », *Dalloz actualité*, 15 févr. 2016. V. aussi considérant 14 et 15 de la directive MAD.

Dès les années 70, s'est posée la question en doctrine de savoir si les personnes morales pouvaient et devaient bénéficier de droits de la personnalité. Certains auteurs considéraient que les personnes morales étaient « *investies de droits analogues aux droits de la personnalité* » et qu'elles étaient seulement privées « *de ceux de ces droits dont l'existence a un lien nécessaire avec la personnalité humaine* »³⁵. Cette réflexion sur l'attribution des droits de la personnalité aux personnes morales s'est accompagnée au même moment d'une réflexion sur l'extension des droits et libertés fondamentaux à celles-ci³⁶.

Application de la présomption d'innocence aux personnes morales. L'application de la présomption d'innocence aux personnes morales est une interrogation primordiale au regard des abus de marché puisque la plupart des acteurs des marchés financiers sont des personnes morales. Si l'article 9 de la DDHC vise « *tout homme* », l'édiction de ce texte à une époque où l'existence de la personnalité juridique des personnes morales ainsi que leur responsabilité pénale n'étaient pas concevables ne permet pas d'infirmer cette possibilité. Au contraire, la CESDH consacrant la présomption d'innocence vise bien « *toute personne* » indistinctement, tout comme l'article préliminaire du Code de procédure pénale. Néanmoins, bien qu'aucun texte légal ne l'affirme expressément, la Cour de cassation a pu être amenée à préciser que les mécanismes de la responsabilité pénale des personnes morales tel que prévu par l'article 121-2 du Code pénal ne porte pas, en soi, atteinte à la présomption d'innocence³⁷. Cette dernière s'applique donc bien indistinctement aux personnes physiques et morales poursuivies pénalement³⁸.

L'application du principe de la présomption d'innocence aux personnes morales doit cependant être appréciée au regard de la spécificité des conditions d'engagement de leur responsabilité pénale : une personne morale poursuivie est présumée innocente jusqu'à ce que sa culpabilité ait été légalement établie en raison d'une infraction qui aurait été commise par un organe ou un représentant ayant agi pour son compte et toute atteinte à la présomption d'innocence de l'organe ou du représentant auteur physique de l'infraction, porte, par ricochet, atteinte à la présomption d'innocence de la personne morale pour le compte de laquelle il a agi³⁹.

³⁵ P. KAYSER, « Les droits de la personnalité. Aspects théoriques et pratiques », *RTD civ.* 1971. 445, n° 35.

³⁶ H. MARTRON, « Les droits de la personnalité des personnes morales de droit privé », *LGDJ coll. Thèse*, 2011 ; J.-C SAINT-PAU, « Le droit au respect de la vie privée des personnes morales », dans « Les droits de l'Homme à la croisée des droits - Mélanges en l'honneur de Frédéric Sudre », *LexisNexis*, 2018, p. 689 et s. ; Y. GUYON, « Droits fondamentaux et personnes morales de droit privé », *AJDA* 1998. 136 ; N. MATHEY, « Les droits et libertés fondamentaux des personnes morales de droit privé », *RTD civ.* 2008. 205.

En défaveur d'une telle position : G. LOISEAU, « Des droits humains pour personnes non humaines », *D.* 2011. 2558, p. 2561 ; V. WESTER-OUISSE, « La jurisprudence et les personnes morales. Du propre de l'homme aux droits de l'homme », *JCP* 2009. I. 121 ; V. WESTER-OUISSE, « Dérives anthropomorphiques de la personne morale : ascendances et descendances », *JCP* 2009, n° 16-17. Doctr. 137.

En faveur d'une telle position : F. PETIT, « Les droits de la personnalité confrontés au particularisme des personnes morales » *D. Affaires* 1998. 826 ; L. DUMOULIN, « Les droits de la personnalité des personnes morales », *Rev. Sociétés* 2006. 1.

³⁷ Cass. crim., 29 mars 2011, n°10-15.86.

³⁸ Notamment D. ROETS, « La présomption d'innocence », *Connaissance du droit*, octobre 2019, p. 12 ; P. DOURNEAU-JOSETTE, C. GIRAULT, *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale Dalloz*, novembre 2015, actualisation : septembre 2021, n°123 ; A. LEPAGE, « Droits de la personnalité – De certains droits de la personnalité en particulier », *Répertoire de droit civil Dalloz*, juill. 2022, actualisation : décembre 2022, n°168 ; S. DETRAZ, « Protection de la présomption d'innocence », *Fasc. 42, J.-C. Comm.*, 2020, n° 144.

³⁹ D. ROETS, « La présomption d'innocence », *Connaissance du droit*, octobre 2019, p. 12 et 13.

§3. Domaine ratione personae de l'obligation de respecter la présomption d'innocence

Application de la présomption d'innocence devant le PNF et l'AMF. L'article 6 §2 de la CESDH précise que la présomption d'innocence ne s'applique qu'« *aux personnes étant accusées d'une infraction* ». Il faut donc qu'une « *accusation en matière pénale* » soit caractérisée afin que l'autorité de poursuite soit soumise à son respect. La CEDH retient néanmoins une définition autonome⁴⁰ des différents droits des Etats membres quant à la matière pénale et s'attache à la qualification de la mesure en droit interne (qualification de règle pénale ou recherche de la réalité substantielle de la procédure en question), à la nature de l'infraction (violation d'une norme ayant un caractère répressif) et au caractère de sanction suffisamment grave (les deux derniers critères étant, par ailleurs, alternatifs)⁴¹. Or, la répression des abus de marché est duale et l'autorité de poursuite peut être tant une autorité pénale, le PNF, qu'administrative, l'AMF⁴². Ainsi, il est donc évident que la présomption d'innocence s'applique devant le Parquet National Financier, juridiction pénale exclusivement compétente pour la répression des abus de marché au regard de l'article 705-1 du CPP⁴³. Mais le principe s'applique également à d'autres procédures de sanctions et s'impose ainsi à certaines autorités administratives indépendantes⁴⁴. Il est donc indéniable que la répression des abus de marché par l'AMF fait partie de la qualification de « *matière pénale* » de par les sanctions pécuniaires et professionnelles très lourdes qu'elle peut prononcer et de par le caractère particulièrement coercitif que la procédure d'enquête et de répression représentent. Une telle analyse a été confirmée tant conventionnellement⁴⁵ que constitutionnellement⁴⁶.

Conclusion du I. Dès lors, l'AMF, au même titre que le PNF, est tenue de respecter la présomption d'innocence et ses multiples facettes dans la répression des abus de marché et ce, tant au regard des personnes morales que des personnes physiques mises en cause. Néanmoins, puisque la présomption d'innocence découle elle-même du droit à un procès équitable⁴⁷ et vient ainsi en garantie d'objectivité et d'absence d'arbitraire dans le déroulé de la procédure répressive, elle entraîne également l'application de droits procéduraux seconds afin de garantir sa pleine effectivité.

⁴⁰ CEDH, 21 févr. 1984, *Öztürk c. Allemagne*, n° 8544/79, §49.

⁴¹ CEDH, Guide sur l'article 6 - droit à un procès équitable (volet pénal), mise à jour au 31 août 2022, p. 12 ; CEDH, 8 juin 1976, *Engel et autres c. Pays-Bas*, n°5100/71, §§ 82-83. Pour la CJUE : CJUE, 5 juin 2012, aff. C-489/10, pt 37 et s.

⁴² Loi n°2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

⁴³ Article 705-1 CPP : « Le procureur de la République financier et les juridictions d'instruction et de jugement de Paris ont seuls compétence pour la poursuite, l'instruction et le jugement des délits prévus aux articles L. 465-1 à L. 465-3-3 du code monétaire et financier ».

⁴⁴ CEDH, 10 févr. 1995, *Allenet de Ribemont c. France*, n° 15175/89 : « Les autorités administratives ou politiques doivent, comme les autorités judiciaires, respecter le principe de la présomption d'innocence » ; Cass. com., 1^{er} déc. 1998, n° 96-80.189.

⁴⁵ CEDH, 10 févr. 1995, *Allenet de Ribemont c. France*, n° 15175/89 ; CEDH, 26 sept. 2000, *Guisset c. France*, n° 33933/96, §59 : « les amendes ou sanctions pécuniaires prononcées par les juridictions financières relèvent de la matière pénale ».

⁴⁶ Cons. const., 28 juill. 1989, n°89-260 DC pour la reconnaissance de l'exercice d'un pouvoir de sanction par les AAI. S'il refusait tout d'abord de consacrer la reconnaissance de la présomption d'innocence en dehors du droit pénal et donc notamment devant les AAI (Cons. const., 13 mars 2003, n° 2003-467 DC), il le reconnut néanmoins expressément par la suite: Cons. const., 21 janv. 2011, *Jean-Claude C.*, n° 2010-90 QPC §3 : « les principes résultant des articles 8 et 9 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen [...] s'appliquent aux peines et aux sanctions ayant le caractère d'une punition ».

⁴⁷ Consacré notamment à l'article 6§1 de la CESDH. Il s'agit d'un droit procédural qui garantit l'effectivité et le respect des droits matériels, comme le témoigne CEDH, 22 juin 2021, *Kasatkin c. Russie*, n°53672/14, §22.

II. L'effectivité de la présomption d'innocence : trois implications

Afin que la présomption d'innocence ne soit pas un simple principe « *théorique ou illusoire* »⁴⁸ mais bien un « *principe concret et effectif* »⁴⁹, celle-ci implique également le respect de certains droits de la défense (§1) ainsi que le droit à un double degré de juridiction (§2) et d'impartialité de l'autorité de poursuite (§3).

§1. Les droits de la défense

Les droits de la défense assurant l'effectivité de la présomption d'innocence se dédoublent à la fois par le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination (A) ainsi que par le droit de disposer du temps et des facilités nécessaires à la préparation de sa défense (B).

A. Le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination

Sources et étendue. Le respect et l'effectivité de la présomption d'innocence impliquent en effet un droit procédural second qui garantit l'utilité de la procédure à savoir, le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination⁵⁰. Consacré expressément par la plupart des textes internationaux (article 14 §2 g) du PIDCP, article 48§2 de la Charte DUE, considérant 24 à 28 et article 7 de la directive 2016/343), la CESDH, elle, ne mentionne pas ce droit au sein de son article 6. La CEDH l'a néanmoins consacré très rapidement de manière prétorienne en retenant qu'il découlait de l'article 6 §3⁵¹.

Il s'agit de deux droits distincts : le droit de se taire implique qu'il est interdit de condamner un suspect exclusivement ou essentiellement sur le silence de ce dernier ou sur son refus de répondre à des questions ou de déposer⁵² tandis que le droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination suppose que l'accusation cherche à fonder son argumentation sans recourir à des éléments de preuve obtenus par la contrainte ou les pressions au mépris de la volonté de l'accusé⁵³. La Cour européenne a par ailleurs ultérieurement affirmé le lien étroit de ce droit avec la présomption d'innocence⁵⁴. Ce droit est également consacré au niveau interne par le Conseil constitutionnel comme ayant une valeur fondamentale au sein des droits de la défense⁵⁵. Deux réformes législatives l'ont incorporé au sein de notre code de procédure pénale⁵⁶ et il figure désormais à l'article préliminaire du CPP au côté de la

⁴⁸ CEDH, 9 oct. 1979, *Airey c. Irlande*, n°6289/73, §24.

⁴⁹ *Ibid.*

⁵⁰ CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n° 18721/91, §45 ; CEDH, 10 mars 2009, *Bykov c. Russie*, n°4378/02, §92 : « ces droits sont des normes internationales généralement reconnues au cœur de la notion de procès équitable consacré à l'ART 6 selon la CEDH. Cela met l'individu à l'abri d'une coercition abusive des autorités, éviter les erreurs judiciaires et garantir le résultat visé par l'article 6 ».

⁵¹ CEDH, 25 févr. 1993, *Funke c. France*, n° 10828/84, §44 ; CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n° 18721/91, §45 : « même si le présent art. ne les mentionne pas expressément, le droit de garder le silence et le droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination sont des normes internationalement reconnues qui sont au cœur de la notion de procès équitable ». Ce droit s'applique dès les premiers interrogatoires.

⁵² CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n° 18721/91 §47.

⁵³ CEDH, 25 févr. 1993, *Funke c. France*, n°10828/84, §44 ; CEDH, 17 déc. 1996, *Saunders c. Royaume-Uni*, n° 19187/91 §68 et 69.

⁵⁴ CEDH, 21 déc. 2000, *Quinn c. Irlande*, n° 36887/97, §40 ; CEDH, 21 déc. 2000, *Heaney et McGuinness c. Irlande*, n° 34720/97, §40.

⁵⁵ Cons. const., 30 juill. 2010, n° 2010-14/22 QPC.

⁵⁶ Loi n° 2011-392 du 14 avril 2011 s'agissant de la personne gardée à vue (Loi n° 2011-392 relative à la garde à vue, JO 15 avr. 2011, p. 6610), et la loi n° 2014-535 du 27 mai 2014 s'agissant de l'ensemble de la procédure pénale –

présomption d'innocence⁵⁷. Il convient de souligner que ce dernier doit être notifié à la personne qui en bénéficie, afin que celle-ci en soit informée et que ce droit et ainsi la présomption d'innocence puissent déployer toute leur effectivité⁵⁸. Néanmoins, ce droit n'interdit pas aux autorités poursuivantes de prendre en compte le silence de l'intéressé pour apprécier la force de persuasion des éléments à charge dans des situations qui appellent manifestement une explication de sa part⁵⁹.

Application du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination aux personnes morales. La directive européenne 2016/343 relative à la présomption d'innocence et consacrant également le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination ne confère pas ces droits aux personnes morales pour les mêmes raisons que celles susmentionnées. Néanmoins, comme le principe de présomption d'innocence, le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination bénéficie en droit interne à la fois aux personnes physiques et aux personnes morales. Cette affirmation a en effet été entérinée par la Cour de cassation⁶⁰.

Application du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination devant le PNF et l'AMF. Au même titre que la présomption d'innocence, le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination s'applique tout autant devant les juridictions pénales c'est-à-dire devant le PNF pour les abus de marché, que devant l'autorité administrative publique qu'est l'AMF. Cela se retrouve tant conventionnellement⁶¹ que constitutionnellement où le Conseil Constitutionnel semble même faire de l'applicabilité des droits de la défense devant les autorités administratives indépendantes une des garanties procédurales les plus essentielles puisqu'il l'intègre dans son considérant général relatif au pouvoir de sanction des autorités administratives au côté des garanties substantielles⁶². La soumission de l'AMF à ce principe est d'autant plus importante qu'en pratique, c'est devant cette autorité que le principe de présomption d'innocence et ainsi le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination se trouvent particulièrement mis à mal par les pouvoirs particulièrement exorbitants et coercitifs dont disposent les agents de l'AMF lors de la phase d'enquête.

enquête, instruction et jugement (Loi n° 2014-535 portant transposition de la directive n° 2012/13/UE du Parlement européen et du Conseil, du 22 mai 2012, relative au droit à l'information dans le cadre des procédures pénales, *JO* 28 mai 2014, n° 123, p. 8864).

⁵⁷ Modifié par la loi n°2021-1729 du 22 décembre 2021, art. 14 (V).

⁵⁸ En droit interne : Cons. const., 9 avr. 2021, *Mohamed H.*, n° 2021-894 QPC, §7 et 8 ; Cons. const., 9 avr. 2021, *Francis S.*, n° 2021-895/901/902/903 QPC, §7 et s. ; Cons. const., 4 mars 2021, *Oussama C.*, n° 2020-886 QPC, §7 à 9 ; Cons. const., 30 sept. 2021, *Djibril D.*, n° 2021-234 QPC, §9 ; Cons. const., 18 juin 2021, *Al Hassane S.*, n° 2021-920 QPC, §9 ; Cons. const., 25 févr. 2022, *M. Roger C.*, n° 2021-975 QPC, §8 et s. ; Cass. crim., 24 févr. 2021, n° 20686.537.

A l'international : CEDH, 28 avr. 2022, *Wang c. France et Dubois c. France*, n°83700/17 et n°52833/19.

⁵⁹ CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n° 18721/91, §47 ; CEDH, 25 janv. 2000, *Condronx. Royaume-Uni*, n° 35718/97, §56 ; CEDH, 7 juill. 2015, *O'Donnell c. Royaume Uni*, n°16667/10, §51.

⁶⁰ Cass. Crim., 8 juill. 2015, n° 14-85.699 ; Cass. crim., 24 mai 2016, n° 15-82.51 : « Les dispositions de l'art. 406 (...) qui imposent que le prévenu soit informé de son droit, au cours des débats, de faire des déclarations, de répondre aux questions qui lui sont posées ou de se taire, n'opèrent pas de distinction entre les personnes morales et les personnes physique » ; Cass. crim., 9 janv. 2018, n° 17-80.200 : « lorsque le représentant de la personne morale prévenue est également prévenu, la notification de son droit au silence vaut pour cette double qualité ».

⁶¹ CEDH, 25 févr. 1993, *Funke c. France*, n° 10828/84, § 44 ; CEDH, 17 déc. 1996, *Saunders c. Royaume-Uni*, n° 19187/91, §74 ; CEDH, 4 oct. 2005, *Shannon c. Royaume-Uni*, n° 6563/03, § 41 pour une application impliquant des enquêteurs financiers.

⁶² Cons. const., 17 janv. 1989, n° 89-248 DC ; Cons. const., 28 juill. 1989, n° 89-260 DC ; Cons. const., 13 déc. 2013, n° 2013-359 QPC ; Cons. const., 14 oct. 2015, n° 2015-489 QPC.

B. Le droit de disposer du temps et des facilités nécessaires à la préparation de sa défense

Sources et étendue. L'effectivité de la présomption d'innocence se retrouve également dans une mesure tout aussi pertinente au regard du droit de tout accusé de disposer du temps et des facilités nécessaires à la préparation de sa défense. Il s'agit d'un droit de la défense qui découle en matière pénale des principes du contradictoire et de l'égalité des armes et qui en constitue donc une des déclinaisons⁶³. Il se retrouve notamment indirectement à l'article 16 de la DDHC de 1789, au sein de l'article préliminaire du Code de procédure pénale⁶⁴, à l'article 48 §2 de la Charte DUE et 11 §1 de la DUDH. Mais, surtout, il est consacré expressément à l'article 14 §3 b) du PIDCP et 6 §3 b) de la CESDH. Il a été créé avant tout pour établir l'égalité, dans la mesure du possible, entre l'accusation et la défense⁶⁵. Selon la CEDH, l'accusé doit pouvoir organiser sa défense de manière appropriée et sans restriction quant à la possibilité de soulever tout moyen de défense au procès et influencer ainsi l'issue de la procédure⁶⁶. Si les facilités dont doit pouvoir jouir l'accusé se limitent à celles qui l'aident ou peuvent l'aider à la préparation de sa défense, elles peuvent, dans certains cas, tenir à la nécessité d'assurer à l'accusé la possibilité d'obtenir des éléments de preuve en sa faveur. Ce droit fondamental, qui permet l'effectivité de la présomption d'innocence, peut donc entraîner des conséquences et implications importantes au regard des présomptions de culpabilité édictées au sein des abus de marché. En effet, ces dernières ne devront pas, en principe, limiter la possibilité du mis en cause d'assurer sa défense par des éléments de preuve adéquats.

Application du droit de disposer du temps et des facilités nécessaires à la préparation de sa défense aux personnes morales. Au même titre que la présomption d'innocence et le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination, aucun texte national ou international ne limite l'application des droits de la défense aux personnes physiques, ces derniers étant ainsi également reconnus en droit interne aux personnes morales⁶⁷.

Application du droit de disposer du temps et des facilités nécessaires à la préparation de sa défense devant le PNF et l'AMF. Au même titre que la présomption d'innocence et le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination, ce droit s'applique tout autant devant les juges pénaux, à savoir le PNF, que devant l'AMF en tant qu'autorité publique indépendante⁶⁸.

§2. Le droit à un double degré de juridiction

Sources et étendue. Le principe de présomption d'innocence voit également son effectivité garantie à travers le droit à un double degré de juridiction qui assure, lui, la régularité de la procédure. En effet, si la preuve de la culpabilité du mis en cause a été confirmée à travers une procédure qui n'a pas respectée la présomption d'innocence du mis en cause, la possibilité doit lui être ouverte de

⁶³ CEDH, 15 déc. 2011, *Al-Khawaja et Tahery c. Royaume-Uni*, n° 26766/05, §118 ; CEDH, 1^{er} juin 2010, *Gäfgen c. Allemagne*, n°22978/05, §169 ; CEDH, 2 nov. 2010, *Saknovski c. Russie*, n°21272/03, §94.

⁶⁴ Article préliminaire du CPP : « la procédure pénale doit être équitable et contradictoire et préserver l'équilibre des droits des parties ».

⁶⁵ Les facilités à accorder à l'accusé se limitent à celles qui contribuent ou sont susceptibles de contribuer à sa défense (CEDH, 20 janv. 2005, *Mayzit c. Russie*, n°63378/00, §79).

⁶⁶ CEDH, 30 sept. 1985, *Can c. Autriche*, n°9300/81, §53 ; CEDH, 10 juill. 2012, *Gregačević c. Croatie*, n°58331/09, §51.

⁶⁷ Pour une illustration récente : Cons. const., 19 nov. 2020, n° 2020-865 QPC qui mentionne « les droits de la défense de la personne morale », ainsi que : CJUE, 10 nov. 2022, aff. C-203/21 qui impose le respect de l'article 48 de la Charte au regard de la personne morale.

⁶⁸ V. note 39 et 56.

contester une telle décision. Ce droit se retrouve tant constitutionnellement⁶⁹ que conventionnellement⁷⁰ et est lui aussi consacré au sein de l'article préliminaire du Code de procédure pénale. Ce droit implique que toute personne déclarée coupable d'une infraction pénale par un tribunal a le droit de faire examiner par une juridiction supérieure la déclaration de culpabilité ou de condamnation. Ce double degré de juridiction permet de vérifier si la présomption d'innocence et les droits de la défense ont été respectés⁷¹.

Application du droit à un double degré de juridiction aux personnes morales et devant les juges pénaux. Comme l'illustrent les multiples exemples jurisprudentiels, ce droit s'applique tant aux personnes physiques qu'aux personnes morales sans qu'une restriction spécifique ne soit établie en droit interne ou européen. S'appliquant devant le PNF (voie d'appel ouverte)⁷², son importance se matérialise particulièrement au regard de l'AMF. En effet, celle-ci étant une autorité publique indépendante, le respect d'un double degré de juridiction permet l'intervention du Conseil d'Etat ou bien de la Cour d'appel de Paris selon que la personne sanctionnée par la Commission des sanctions est ou non un professionnel régulé⁷³. Ce retour du juge dans la répression des abus de marché peut être considéré comme bienvenu afin de s'assurer du respect concret par l'AMF du principe de présomption d'innocence, comme il le sera ultérieurement démontré au sein de cette étude.

§3. Le principe d'impartialité

Imbrication entre présomption d'innocence et principe d'impartialité. Les rapports entre le principe d'impartialité et la présomption d'innocence sont particulièrement étroits en ce sens que les mécanismes procéduraux de la première permettent également d'assurer l'effectivité de la seconde⁷⁴. Selon la CEDH, il est porté atteinte à la présomption d'innocence « *par des déclarations ou des décisions qui reflètent le sentiment que la personne [suspectée ou poursuivie] est coupable, ou qui incitent le public à croire en sa culpabilité ou qui préjugent de l'appréciation des faits par le juge compétent* »⁷⁵. Cette garantie est consacrée conventionnellement à l'article 6 §1 de la CESDH, à l'article 14 §1 du PIDCP, à l'article 10 de la DUDH, ainsi que constitutionnellement de façon indirecte par l'article 16 de la DDHC⁷⁶. Elle se retrouve également au sein de l'article préliminaire du CPP. L'impartialité se définit par l'absence de préjugé ou de parti pris et peut s'apprécier tant objectivement (à savoir déterminer si le juge offrait des garanties suffisantes pour exclure à cet égard tout doute légitime) que subjectivement (à savoir chercher à déterminer la conviction ou l'intérêt personnel de tel ou tel juge dans une affaire donnée) et se détermine soit de manière fonctionnelle (l'exercice de différentes fonctions par la même personne dans le cadre du processus judiciaire ou des liens hiérarchiques ou autres entre elle et une autre personne dans ce processus) ou bien personnelle (elle a alors pour origine le comportement d'un juge dans une affaire donnée)⁷⁷.

⁶⁹ Cons. const., 20 janv. 1981, n° 80-127 DC.

⁷⁰ Article 2 §1 Protocole additionnel n°7 CEDH du 22 nov. 1984 et Article 14 §5 du PIDCP.

⁷¹ CEDH, 27 oct. 2020, *Ayetullah Ay c. Turquie*, n° 29084/07 et 1191/08, §§ 123-130.

⁷² Cass. crim., 15 juill. 1899 : ce principe est considéré comme général par la jurisprudence puisqu'il découle de la règle affirmée notamment par l'article 14 §5 du PIDCP.

⁷³ Loi n°2014-1662 du 30 décembre 2014 : article L621-30 CMF et R621-45 CMF.

⁷⁴ D. ROETS, « La présomption d'innocence », *Connaissance du droit*, octobre 2019, p. 30.

⁷⁵ CEDH, 21 sept. 2006, *Pandy c. Belgique*, n° 13583/02.

⁷⁶ Il s'agit également d'un principe général du droit : CE, 20 avr. 2005, *Karsenty et Fondation d'Aguesseau*, n°261706 et 261712.

⁷⁷ CEDH, 15 déc. 2005, *Kyprianou c. Chypre*, n°73797/01 §118 et 121 ; CEDH, 15 oct. 2009, *Micallef c. Malte*, n°17056/06, §93.

Ce principe s'applique de plus devant les juridictions pénales, à savoir le PNF en ce qui concerne les abus de marché, ainsi que devant l'AMF de par ses modalités de fonctionnement et son pouvoir de sanction qui fait d'elle un « *tribunal* » au regard de la CESDH et du droit français⁷⁸. Le principe d'impartialité a alors pour fonction de limiter le risque d'un préjugé défavorable ou d'un quasi-préjugement à l'égard du mis en cause. Le lien entre le principe d'impartialité et d'innocence se manifeste en pratique particulièrement au niveau de l'AMF où le respect de ces deux principes est primordial lors de la phase d'enquête, puisque les enquêteurs sont particulièrement maîtres du dossier probatoire ultérieurement transmis aux organes de sanction. Néanmoins, la Cour de cassation a refusé une application générale du principe d'impartialité au stade de l'enquête devant l'AMF⁷⁹ et a ainsi remis en cause une jurisprudence pourtant réaffirmée de la Commission des sanctions⁸⁰. Le respect de ce principe, qui aurait été pourtant des plus pertinents au stade de l'enquête pour assurer le respect effectif de la présomption d'innocence, est ainsi réduit à la simple situation de conflit d'intérêts (article R621-33 I alinéa 2 et II CMF).

Conclusion du II. Ainsi, afin d'éviter de tomber dans l'écueil de l'affirmation d'un principe de présomption d'innocence général et théorique, la personne mise en cause pour abus de marché bénéficie de droits et principes complémentaires qui viennent rendre ce principe effectif. Ces droits et principes rappellent et redonnent ainsi toute son importance à la présomption d'innocence dont bénéficient tout autant les personnes morales et physiques et qui s'appliquent à la fois devant le PNF et l'AMF. Il est possible de souligner dès à présent que le principe de présomption d'innocence et ses implications semblent subir des atteintes plus caractérisées au niveau de la répression administrative des abus de marché, comme le confirmeront nos développements ultérieurs.

III. Les abus de marché : dualité de la répression

Les abus de marché font l'objet d'une dualité de répression tant administrative que pénale et comprennent précisément en leur sein les opérations d'initiés (§2) ainsi que les manipulations de marché (§3), à l'exclusion du manquement administratif de rétention d'une information privilégiée (§1).

§1. L'exclusion du manquement administratif de rétention d'une information privilégiée

Délimitation de la notion d'abus de marché. Il convient pour cette étude de délimiter précisément les délits et manquements qui font partis des abus de marché. L'expression « *abus de marché* » a été introduite dans le vocabulaire juridique par la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003⁸¹ puis reprise par le Règlement MAR et la directive MAD et provient du terme anglo-saxon « *market abuse* ». La notion d'abus de marché renvoie à des comportements particuliers qui s'apparentent à de la triche ou des fautes de jeu, qui nuisent à l'intégrité du marché et à la confiance des investisseurs. Cette expression désigne ainsi un tryptique

⁷⁸ Par ex : Cons. const., 12 oct. 2012, *Société groupe canal plus et alii*, n°2012-280 QPC, §19 ; Cons. const., 7 mars 2014, n°2013-372 QPC, §4 ; CE, gr. ch., 3 déc. 1999, *Didier*, n°2074434 et Cass. ass. plén., 5 févr. 1999, n°97-16.440 (pour le Conseil des marchés financiers devenus AMF). Plus récemment pour la Commission des sanctions : CE, 1^{ère} et 6 s.-sect., 26 juill. 2007, n°293908.

⁷⁹ Cass. crim., 29 janv. 2013, n° 11-27.333.

⁸⁰ Pour la première consécration : AMF, comm. sanct. 29 juin 2012, SAN-2012-08.

⁸¹ Parlement Européen et Conseil de l'Union Européenne, directive n°2003/6/CE, 28 janv. 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) : JOUE n°L96-16, 12 avr. 2003.

qui recouvre les opérations d'initiés dont la divulgation illicite d'information privilégiée, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et les manipulations de cours, les deux dernières étant regroupées sous l'appellation « *manipulation de marché* »⁸². Cet triptyque se retrouve également au sein du considérant 7 du Règlement MAR qui constitue depuis son entrée en vigueur le seul fondement de la répression administrative des abus de marché. Ce dernier précise en effet qu'il convient d'entendre par « *abus de marché* » au sens du présent Règlement « *les opérations d'initiés, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marché* ». Il est donc d'ores et déjà possible d'exclure le manquement administratif de rétention d'une information privilégiée⁸³. Ce manquement impose en effet à l'émetteur et ses dirigeants une obligation de divulgation au marché des informations concernant la société cotée car ils sont responsables de sa communication financière et de l'information privilégiée qui la concerne. Le manquement de rétention d'une information privilégiée ne rentre ainsi pas à proprement parler au sein de la définition d'abus de marché et constitue en réalité une mesure préventive à la commission d'opérations d'initiés⁸⁴.

Egalement, au regard de la répression pénale des abus de marché, celle-ci est concentrée au sein d'une section 1 « *Atteinte à la transparence des marchés* » d'un chapitre V « *Infractions relatives à la protection des investisseurs* » d'un titre V relatif aux dispositions pénales du CMF et ne comprend pas le défaut de publication par l'émetteur d'une information privilégiée le concernant, même volontaire⁸⁵. Il s'agit donc de se focaliser sur les délits et manquements d'abus de marché qui constituent des violations à des obligations d'abstention.

§2. Les opérations d'initié

Les opérations d'initiés renvoient à l'exploitation d'une inégalité préexistante entre les différents acteurs du marché financier et se matérialisent à la fois à travers un manquement et un délit d'initié **(A)** ainsi que par un manquement et délit de divulgation illicite d'information privilégiée **(B)**.

A. Délit et manquement d'initié

Le délit d'initié et le manquement d'initié. Le délit et le manquement d'initié visent tous deux à sanctionner le même type de comportement, à savoir une violation par l'initié de ses devoirs d'abstention⁸⁶. De même, l'information privilégiée est désormais définie de manière similaire que le manquement ou le délit d'initié soit caractérisé⁸⁷. Leur définition a été reformulée par le Règlement MAR en ce qui concerne le manquement d'initié et par la directive MAD en ce qui concerne le délit, d'où cette similitude. Ils présentent néanmoins quelques différences dans leur éléments constitutifs qu'il convient de mentionner à travers une brève description de ces manquements, que nous développerons plus en détail quant à leur élément matériel et moral ultérieurement.

⁸² D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, en collaboration avec G. RIVIERE, « Les abus de marché », *LexisNexis* 2^e éd., mai 2021, p. 1.

⁸³ Article 17 du Règlement MAR et article L621-15 II du CMF.

⁸⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 171.

⁸⁵ V. en ce sens, Cass. crim., 16 nov. 2005, n°04-85.815. Il n'existe pas de délit de rétention d'une information privilégiée.

⁸⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 219.

⁸⁷ Article 7 du Règlement MAR et Article 2 de la directive MAD qui renvoie en son 4) à la définition d'information privilégiée décrite par le Règlement, tout comme l'article L465-3-4 du CMF qui la transpose par la loi n°2016-819 du 21 juin 2016. De même, les instruments financiers et autres termes visés au sein de l'article 3 du règlement MAR sont les mêmes que ceux visés par la directive MAD en son article 2 ainsi que l'article L465-3-4 du CMF.

Le délit d'initié. Le délit d'initié, qui fut d'abord sanctionné à travers la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970 (article 70-1)⁸⁸, est réprimé par l'article L465-1 du CMF issu de la loi n°2016-819 du 21 juin 2016 (élément légal)⁸⁹. Cet article incrimine le fait pour un initié « *de faire usage d'une information (privilegiée) en réalisant pour elle-même ou pour autrui, directement ou indirectement, une ou plusieurs opérations sur les titres concernés par l'information privilégiée, ou de modifier ou d'annuler un ou plusieurs ordres passés par cette même personne avant qu'elle ne détienne l'information privilégiée* » en ce sens (élément matériel). L'article est donc rédigé de manière très large afin de réprimer un nombre conséquent d'opérations afin de garantir l'intégrité du marché et la confiance entre les investisseurs.

Cet article distingue trois catégories d'initiés⁹⁰ : les initiés primaires, secondaires et tertiaires, allant en cercles concentriques du plus près de l'information au plus éloigné, selon le degré de capacité à connaître le caractère privilégié de l'information⁹¹. Cette délimitation est primordiale puisqu'elle jouera sur l'application ou non de certaines présomptions de culpabilité édictées par les juges pénaux et l'AMF. L'initié primaire fait référence aux personnes qui ont eu accès à l'information privilégiée par nature, du fait de leur situation dans la société⁹². C'est à l'égard de l'initié primaire que les autorités répressives redoutent le plus la commission du délit, ce qui les amènent à édicter des présomptions de culpabilité plus importantes à son encontre. Sa situation au sein de la société impose en effet qu'une certaine confiance lui soit accordée et qui, si elle est rompue, nécessite que cet écart soit sanctionné plus sévèrement. Cette sévérité se manifeste ainsi sur le plan probatoire. L'initié secondaire, quant à lui, est une personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions ou à l'occasion de sa participation à la commission d'un crime ou d'un délit. Enfin l'initié tertiaire correspond « *à toute personne autre que celles visées disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause* ». Les présomptions édictées à leur égard sont moindres dans la mesure où leur accès à l'information privilégiée est moins évident. Néanmoins, toute personne peut avoir qualité d'initié et se rendre ainsi coupable de délit d'initié.

Au surplus, le délit d'initié est également caractérisé au regard de l'article L465-2 I du CMF (élément légal) qui punit, à l'encontre des mêmes personnes que celles mentionnées à l'article L465-1, le fait de « *recommander la réalisation d'une ou plusieurs opérations sur les instruments financiers auxquels l'information privilégiée se rapporte ou d'inciter à la réalisation de telles opérations sur le fondement de cette information privilégiée* » (élément matériel). Il s'agit d'un délit de recommandation ou d'incitation au délit d'initié⁹³ qui vise ainsi à prohiber la circulation de l'information privilégiée. Enfin, est également un délit d'initié le fait pour toute personne (et non plus simplement pour tout initié) de faire usage de la recommandation ou de l'incitation (élément matériel) précédemment

⁸⁸ Insérant les dispositions dans l'article 10-1 de l'ordonnance n°67-837 du 28 septembre 1967.

⁸⁹ Loi issue de la transposition de l'article 3.1 à 3.5 de la directive MAD.

⁹⁰ Notamment P. BONFILS, E. GALLARDO, *op. cit.*, p. 185 à 191 et p. 434. Selon le Professeur F. DRUMMOND, les initiés primaires et secondaires font partis du premier cercle et les initiés tertiaires du second cercle (F. DRUMMOND, « Droit financier- les institutions-les activités – les abus de marché », *Economica*, oct. 2020, 936).

⁹¹ P. BONFILS, E. GALLARDO, *op. cit.*, p. 434.

⁹² Article L465-1 du CMF : « le directeur général, le président, un membre du directoire, le gérant, un membre du conseil d'administration ou un membre du conseil de surveillance d'un émetteur concerné par une information privilégiée ou par une personne qui exerce une fonction équivalente, par une personne disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle détient une participation »).

⁹³ Commentaires ss. Article L465-2, Code monétaire et financier Dalloz.

mentionnée par l'article L465-2 II du CMF (élément légal). Il s'agit alors ici d'un délit d'usage de la recommandation ou de l'incitation du délit d'initié⁹⁴.

Enfin, ces délits sont des délits intentionnels (élément moral) par la précision même du texte (article L465-1 pour les initiés tertiaires et article L465-2 II) ou bien en cas de silence de ce dernier, par l'application de l'article 121-3 du Code pénal qui précise que tout délit est intentionnel dans le silence de la loi (article L465-1 pour les initiés primaires et secondaires et article L465-2 I du CMF).

Le manquement d'initié. Le manquement d'initié par utilisation est réprimé depuis l'entrée en vigueur du Règlement MAR par l'article 8.1 de ce dernier⁹⁵. Il correspond à la même définition que celle mentionnée pour le délit d'initié en son élément matériel. Néanmoins deux différences doivent être soulevées au regard de la qualité d'initié. La première touche à la qualité d'initié primaire et secondaire, puisque le manquement vise également « *les participants au marché de quotas d'émission* » tandis qu'au regard du délit, cette catégorie de personnes ne peut être qu'un initié tertiaire⁹⁶. La seconde tient au fait que l'initié tertiaire est celui qui sait ou « *devrait savoir* » que l'information était privilégiée.

Les manquements d'initié par recommandation ou incitation définis à l'article 8.2 du Règlement MAR recouvrent, eux, le même comportement que les délits correspondant⁹⁷. Néanmoins, là encore, la personne utilisant cette recommandation ou incitation peut être condamnée si elle savait ou « *aurait dû savoir* » que celle-ci était basée sur des informations privilégiées⁹⁸. Egalement, si le manquement d'initié par utilisation de l'information privilégiée ne suppose pas qu'un élément intentionnel à proprement parler soit caractérisé, l'élément moral reste un élément constitutif de ce dernier⁹⁹ qui doit être retenu et dont son étendu va varier selon la catégorie d'initiés en cause, comme il le sera ultérieurement démontré.

Personnes morales. Enfin, le délit et le manquement d'initié s'appliquent tous deux aux personnes morales (article 8-4 du Règlement MAR et article L465-3-5 du CMF).

B. Délit et manquement de divulgation illicite d'information privilégiée

Le délit de divulgation illicite d'information privilégiée. Le délit ayant été créé suite à la célèbre affaire Pechiney par la loi du 2 août 1989 n°89531, il renvoie à une obligation au secret en matière boursière et permet de sanctionner la seule révélation d'information privilégiée¹⁰⁰. Il a pu être considéré par certains auteurs comme un délit obstacle à la commission du délit d'initié¹⁰¹ et est sanctionné par les nouveaux articles L465-3 I et L465-2 III du CMF¹⁰² (élément légal). Le premier

⁹⁴ *Ibid.*

⁹⁵ La prohibition formelle du manquement se retrouve à l'article 14 dudit Règlement.

⁹⁶ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 974.

⁹⁷ *Ibid.*, p.962 : peu importe que l'information ait été effectivement transmise, seule l'existence d'une recommandation ou incitation doit être prouvée. De plus, il s'agit d'un manquement autonome, peu importe que les recommandations ou incitations aient servi à l'opération ultérieure.

⁹⁸ *Ibid.*, p. 979.

⁹⁹ *Ibid.*, p. 954.

¹⁰⁰ N. RONTCHEVSKY, « Liberté d'expression et délits boursiers », *BJB* mai 2001, n° JBB-2001-042, p. 211.

¹⁰¹ W. JEANDIDIER, « Droit pénal des affaires », *Dalloz* 6^{ème} éd., 2005, n°128.

¹⁰² Créé par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 suite à la transposition de la directive MAD et de son article 4.

réprime en effet le fait, pour un initié¹⁰³, de communiquer une information privilégiée à un tiers, à moins que cette communication n'intervienne dans le cadre normal de sa profession ou de ses fonctions (élément matériel).

Le second délit réprime, lui, le fait, cette fois par toute personne, de communiquer la recommandation ou l'incitation au délit d'initié en sachant qu'elle est fondée sur une information privilégiée (élément matériel). Il n'est pas nécessaire que l'information communiquée ait été utilisée.

Enfin, ces délits sont des délits intentionnels (élément moral) par la précision même du texte (article L465-2 II CMF pour les initiés tertiaires et article L465-2 III) ou bien dans le silence du texte (article L465-3 I), par l'application de l'article 121-3 du Code pénal¹⁰⁴.

Le manquement de divulgation illicite d'information privilégiée. Le manquement de divulgation illicite d'information privilégiée est réprimé par l'article 10 du Règlement MAR (élément légal)¹⁰⁵ sans préciser une catégorie d'initié particulière. Il interdit tout d'abord le fait, pour une personne en possession d'une information privilégiée, de divulguer cette information à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions (élément matériel)¹⁰⁶. L'élément matériel est donc similaire à celui du délit avec la même différence subsistante au regard des catégories d'initiés. Il s'agit d'un manquement autonome et il importe peu l'utilisation ou non de l'information transmise par le destinataire. En revanche, contrairement au délit, le manquement n'exige pas à proprement parler la caractérisation d'un élément intentionnel¹⁰⁷. Toutefois, selon le Professeur F. Drummond, l'élément moral diffère selon les catégories d'initiés en une réduction ou présomption de ce dernier¹⁰⁸.

En outre, le manquement est également constitué en cas de divulgation ultérieure des recommandations ou incitations au manquement d'initié, lorsque la personne qui les divulgue sait ou devrait savoir que les recommandations ou incitations étaient basées sur des informations privilégiées. Ici encore, l'élément matériel est similaire à celui du délit. Néanmoins, une différence existe quant à l'élément moral puisque la personne qui divulgue cette recommandation ou incitation peut être condamnée si elle savait ou « *aurait dû savoir* » que celle-ci était basée sur des informations privilégiées, ce qui élargit dès lors le champ de répression de ce manquement.

Personnes morales. Enfin, le délit et le manquement de divulgation illicite d'information privilégiée s'appliquent tous deux aux personnes morales (article 10 du Règlement MAR et article L465-3-5 du CMF).

¹⁰³ Ce texte reprend les mêmes catégories d'initiés que celles prévues pour le délit d'initié.

¹⁰⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 263.

¹⁰⁵ La prohibition formelle du manquement se retrouve à l'article 14 dudit Règlement.

¹⁰⁶ Compris par la CJCE comme l'existence d'un lien étroit entre cette communication et l'exercice du travail, de sa profession ou de ses fonctions : CJCE, 22 nov. 2005, *Knud Grongaard*, aff. C-384/02. Les dispositions doivent être interprétées dans un sens strict et doivent être analysées en tenant compte du caractère plus ou moins sensible des informations concernées. Chaque communication supplémentaire des informations augmente le risque de voir ces dernières être exploitées illicitement (D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 268. V. aussi : AMF, comm. sanct., 21 avr. 2005, SAN-2005-12).

¹⁰⁷ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 267 et 268.

¹⁰⁸ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 966.

Toutefois, les abus de marché comprennent également les manipulations de marché, au surplus des opérations d'initié.

§3. Les manipulations de marché

Les manipulations de marché renvoient en effet à la création d'une inégalité entre les différents acteurs du marché financier par des manœuvres qui visent à fausser le fonctionnement du libre jeu du marché, dans une perspective spéculative¹⁰⁹. Ces manœuvres regroupent tout à la fois la manipulation de cours (A), la diffusion d'information fautive ou trompeuse (B) et la manipulation d'indice (C).

A. Délit et manquement de manipulation de cours

Le délit de manipulation de cours. Il s'agit du plan ancien des délits boursiers. Instauré par la loi du 3 décembre 1926, puis abrogé par l'ordonnance n° 86-1243 du 1^{er} décembre 1986 et enfin réintroduit par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 à la suite du krach boursier de 1987¹¹⁰, il est maintenant incriminé à l'article L465-3-1 du CMF (élément légal)¹¹¹. Ce délit peut être commis par « toute personne », ce qui exclut ainsi sa limitation aux seuls initiés et élargit sa répression.

En premier lieu, il peut être caractérisé dans le fait de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui a pour incidence soit de donner ou être susceptible de donner des indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, soit de fixer ou être susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un instrument financier (élément matériel)¹¹².

En second lieu, il peut être caractérisé par le fait, par toute personne, de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui affecte le cours d'un instrument financier, en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice (élément matériel).

Enfin, ce délit est intentionnel (élément moral) dans le silence du texte, par l'application de l'article 121-3 du Code pénal¹¹³.

Le manquement de manipulation de cours. Le manquement de manipulation de cours est consacré quant à lui à l'article 12-1 a) à b) du Règlement MAR¹¹⁴ qui reprend les deux mêmes éléments matériels que le délit. Cela correspond aux deux définitions générales du manquement qui sont, à la différence du délit, illustrées par un ensemble d'indicateurs énumérés en annexe du Règlement MAR, ces indicateurs étant eux même illustrés par des pratiques figurant à l'annexe II d'un Règlement délégué (Règlement délégué n°522)¹¹⁵. Néanmoins, à la différence du délit, le Règlement

¹⁰⁹ P. BONFILS, E. GALLARDO, *op. cit.*, p. 220.

¹¹⁰ J. LASSERRE CAPDEVILLE, « Le délit de manipulation de cours : 20 ans d'évolutions légales et de précisions jurisprudentielles », *BJB* déc. 2012, n°JBB-2012-0224. p.560.

¹¹¹ Issu de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 transposant l'article 5 de la directive MAD.

¹¹² Le délit n'est néanmoins pas caractérisé si l'opération ou le comportement est fondé sur un motif légitime et est conforme aux pratiques de marché admises au sens du 9 du 1 de l'article 3 du Règlement MAR.

¹¹³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1037.

¹¹⁴ La prohibition formelle du manquement se retrouve à l'article 15 dudit Règlement.

¹¹⁵ En réalité, la directive MAD précise en son considérant 17 que celle-ci doit être appliquée « en tenant compte du cadre juridique établi par le règlement (UE) n° 596/2014 et par ses mesures d'exécution », permettant ainsi d'apprécier

retient que la manipulation de cours par recours à un procédé fictif ou autre forme de tromperie est caractérisé si le comportement a un effet avéré ou, simplement, potentiel sur le cours¹¹⁶. De plus, à la différence du délit, le Règlement MAR décrit plusieurs comportements qui consistent en une forme spéciale de manipulation de cours (article 12-2 du Règlement, la liste n'ayant pas vocation à être exhaustive), c'est-à-dire qui sont en eux même des manipulations de cours qui ne nécessitent donc pas de renvoyer aux deux définitions générales pour leur caractérisation. L'article renvoie à trois types de comportements, à savoir : l'abus de position dominante, l'intervention à l'ouverture ou à la clôture du cours et l'usage de moyens algorithmiques.

Au surplus, si le manquement de manipulation de cours semble être purement objectif¹¹⁷, il existe pourtant un doute quant à l'existence ou non d'un élément intentionnel au sein de ce manquement¹¹⁸, qui a notamment pu être relevé tacitement ou expressément par la Commission des sanctions et le Conseil d'Etat¹¹⁹.

Personnes morales. Enfin, le délit et le manquement s'appliquent tout autant aux personnes physiques que morales (article L465-3-5 du CMF et article 12-4 du Règlement MAR).

B. Délit et manquement de diffusion d'information fausse ou trompeuse

Le délit de diffusion de fausses informations. Créé par la loi n° 70-1209 du 23 décembre 1970, qui est également à l'origine du délit d'initié¹²⁰, son contenu a été mainte fois modifié jusqu'à la loi du 21 juin 2016 et il figure désormais à l'article L465-3-2 du CMF¹²¹ (élément légal). Il punit le fait, par toute personne (ici encore la qualité d'initié n'est pas exigée), « *de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel* » (élément matériel).

L'article envisage donc deux types d'informations à savoir celles qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier et celles qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel (cette dernière situation rend ténue la frontière avec le délit de manipulation de cours¹²²).

Enfin, le délit est intentionnel (élément moral) par application de l'article 121-3 du Code pénal¹²³.

les éléments constitutifs du délit à partir des indicateurs posés par les textes réglementaires (F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1038).

¹¹⁶ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1038.

¹¹⁷ *Ibid*, p. 1037. V. par ex : AMF, comm. sanct., 26 janv, 2006, SAN-2006-11 ; AMF, comm. sanct., 4 déc., 2015, *Stés Euronext paris SA et Virtu Financial Europe ltd*, SAN-2015-20.

¹¹⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 459.

¹¹⁹ CE, 6^e et 1^e ss-sect. réunis, 20 mars 2013, n°356576 ; AMF, comm. sanct, 14 mars 2014, SAN-2014-01 ; AMF, comm. sanct., 1^{er} oct. 2014, SAN-2014-17.

¹²⁰ M.-P. LUCAS DE LEYSSAC et A. MIHMAN, « Droit pénal des affaires », *Economica*, 2009, n° 73.

¹²¹ Issu de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 transposant la directive MAD. Le texte ne reprend toutefois pas la définition de l'article 5 c) de la directive et s'aligne au contraire, dans une certaine mesure, sur le règlement MAR.

¹²² Commentaires ss. Article L465-3-2, *Code monétaire et financier Dalloz*.

¹²³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1039.

Le manquement de diffusion d'une information fautive ou trompeuse. Ce manquement, défini à l'article 12-1 c) du Règlement MAR¹²⁴ (élément légal), renvoie au même élément matériel que le délit. Toutefois, l'article fait mention de la diffusion de « *rumeur* », ce qui n'est pas le cas dans le délit (le principe d'interprétation stricte de la loi pénale devrait dès lors conduire à l'écartier)¹²⁵. De plus, ce manquement est prolongé par l'article 12-2 d) du Règlement MAR qui interdit le fait de diffuser un avis sur un instrument financier après avoir pris une position sur ledit instrument et d'en tirer profit sans avoir simultanément rendu public le conflit d'intérêts en question (le principe d'interprétation stricte de la loi pénale devrait également conduire à écartier cette situation du délit)¹²⁶.

Au surplus, il existe une exception au regard de l'élément moral, dans la mesure où ce dernier réprime, là encore, la personne qui a procédé à la diffusion d'information alors qu'elle savait ou « *aurait dû savoir* » que l'information en cause était fautive ou trompeuse (élément moral). La répression du manquement s'en trouve ainsi élargie¹²⁷.

Personnes morales. Enfin, le délit et manquement s'appliquent tout autant aux personnes physiques que morales (article L465-3-5 du CMF et article 12-4 du Règlement MAR).

C. Délit et manquement de manipulation d'indice

Le délit de manipulation d'indice. Le délit de manipulation d'indice est la plus récente des infractions boursières, créé par la loi n°2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires à la suite du scandale financier des manipulations de taux interbancaires (LIBOR et EURIBOR). Il est consacré à l'article L465-3-3 du CMF (élément légal)¹²⁸ et incrimine le fait, par toute personne, « *de fournir ou de transmettre des données ou des informations fausses ou trompeuses utilisées pour calculer un indice de référence ou des informations de nature à fausser le cours d'un instrument financier ou d'un actif auquel est lié un tel indice* » ainsi que le fait « *d'adopter tout autre comportement aboutissant à la manipulation du calcul d'un tel indice* » (éléments matériels)¹²⁹.

Enfin, le délit est intentionnel (élément moral) par application de l'article 121-3 du Code pénal¹³⁰.

Le manquement de manipulation d'indice. Réprimé à l'article 12-1 d) du Règlement MAR (élément légal)¹³¹, ce manquement est similaire en son élément matériel au délit qui le réprime à l'exception que l'effet avéré ou potentiel sur le prix ou les cours n'est pas exigé.

De même, en ce qui concerne l'élément moral du manquement, ce dernier peut être caractérisé si la personne qui a transmis les informations ou fourni les données en question, savait ou « *aurait dû savoir* » qu'elles étaient fausses ou trompeuses (élément moral).¹³²

¹²⁴ La prohibition formelle du manquement se retrouve à l'article 15 dudit Règlement.

¹²⁵ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1039.

¹²⁶ *Ibid*, p. 1040.

¹²⁷ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 395.

¹²⁸ Issu de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 transposant l'article 5 d) de la directive MAD.

¹²⁹ La définition d'indice se retrouve à l'article L465-3-3 I 2° du CMF.

¹³⁰ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1040.

¹³¹ La prohibition formelle du manquement se retrouve à l'article 15 dudit Règlement. V. aussi l'article 2 du Règlement qui précise que les articles 12 et 15 s'appliquent également aux comportements en rapport avec les indices de référence. Les indices de références sont définis à l'article 3.1.29) du Règlement.

¹³² F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1040.

Personnes morales. Enfin, ce délit et manquement s'appliquent tout autant aux personnes physiques que morales (article L465-3-5 du CMF et article 12-4 du Règlement MAR).

Conclusion du III. Ainsi, il est possible de constater que la répression des abus de marché est particulièrement large afin de réprimer au mieux l'ensemble des comportements venant porter atteinte à l'intégrité du marché et à la confiance des investisseurs¹³³. L'étendue de cette répression se matérialise également par la dualité pénale et administrative de celle-ci, témoignant ainsi d'une volonté caractérisée de réprimer ces comportements qui se manifestent tant par l'exploitation d'une position avantageuse sur le marché (opérations d'initiés) que par la volonté de fausser le fonctionnement libre et normal de celui-ci (manipulation de marché), rompant alors tous deux l'équilibre du marché.

Cette volonté de protéger le libre jeu du marché, l'intégrité de celui-ci, ainsi que la confiance entre les investisseurs est l'une des raisons pour laquelle l'AMF a été créée, mais aussi pour laquelle de nombreuses présomptions de culpabilité ont été édictées, afin de faciliter la charge de la preuve pesant sur l'autorité de poursuite et assurer une répression efficace et effective des abus de marché.

IV. Les enjeux de la possibilité d'instaurer des présomptions de culpabilité au sein des abus de marché

La répression efficace des abus de marché passe en effet par l'instauration de présomptions de culpabilité tant de fait que de droit, afin de permettre un renversement de la charge de la preuve pesant sur les autorités poursuivantes face à une délinquance spécialisée et organisée. Ces présomptions de culpabilité, qui vont s'appliquer à des degrés différents à la fois devant le PNF et l'AMF comme il sera ultérieurement développé, sont des atteintes caractérisées à la présomption d'innocence de la personne mise en cause (§1) qui amène à s'interroger sur la possibilité et la nécessité d'une application similaire du principe de présomption d'innocence devant l'AMF et le PNF (§2).

§1. La reconnaissance de la possibilité d'édicter des présomptions de culpabilité

La présomption d'innocence n'étant pas un droit absolu, il est ainsi possible d'y porter atteinte notamment par des présomptions de culpabilité (B). Néanmoins cette atteinte requiert des conditions qui vont au-delà de la simple proportionnalité (A) et qui doivent être respectées tant en théorie qu'en pratique (C).

A. Une reconnaissance aux conditions plus strictes que la simple proportionnalité

Restrictions à la présomption d'innocence. Bien qu'étant un droit fondamental, la présomption d'innocence ne constitue pas un droit absolu qui interdirait l'existence d'une quelconque dérogation à celle-ci¹³⁴. En effet, bien que les textes internationaux et institutionnels ne précisent pas que ce

¹³³ Considérant 1 de la directive MAD.

¹³⁴ F. SUDRE, « Droits de l'homme », *Répertoire de droit international Dalloz*, actualisation par H. SURELL juill. 2017, n°53 à 71. V. aussi : CEDH, 19 oct. 2004, *Falk c. Pays-Bas*, n°66273/01.

principe puisse faire l'objet de restrictions, cette possibilité a très vite été consacrée par la CEDH dans deux arrêts¹³⁵.

En principe, il est possible de porter atteinte à un droit fondamental non absolu à la fois par une action de l'Etat, dès lors que cette atteinte n'est pas disproportionnée, ou bien par une inaction de l'Etat qui aurait permis à un autre individu de porter atteinte au droit, dès lors que n'est pas respecté un juste équilibre entre les droits et libertés fondamentaux en conflit. Cette exigence de proportionnalité suppose alors, selon le type de contrôle, l'aptitude de la mesure (concordance entre l'objet et les effets de la mesure litigieuse ainsi que ses objectifs) et la nécessité de celle-ci (qu'il n'existait pas une autre mesure alternative permettant d'arriver au but poursuivi et moins attentatoire) dont l'intensité va varier selon que le contrôle sera conventionnel (contrôle de la nécessité de la mesure dans une société démocratique) ou bien constitutionnel (contrôle entier ou restreint selon le droit ou la liberté auquel il est porté atteinte)¹³⁶.

Toutefois, en ce qui concerne la présomption d'innocence, les exigences sont bien plus élevées pour qu'une atteinte à celle-ci soit autorisée, ce qui prouve la place particulière qu'elle occupe parmi les droits et libertés fondamentaux. Ainsi, il est possible de porter atteinte à celle-ci par l'édition de présomptions de culpabilité qui, selon la Cour européenne des droits de l'homme, doivent remplir deux conditions : elles doivent être encadrées dans des limites raisonnables prenant en compte la gravité de l'enjeu et doivent préserver les droits de la défense¹³⁷. Il faut en effet que la gravité des enjeux justifie la dérogation et l'intéressé doit pouvoir utilement se défendre et, au besoin, démontrer « l'inanité de la présomption légale »¹³⁸. Les juges doivent s'efforcer d'établir l'intention du délinquant¹³⁹. En droit français néanmoins, les conditions diffèrent quelque peu de celles établies par la CEDH, tout en conservant leur substance. En effet, selon le Conseil Constitutionnel, en principe, le législateur ne saurait instituer de présomption de culpabilité en matière répressive¹⁴⁰, mais exceptionnellement de telles présomptions de culpabilité sont possibles dès lors qu'elles ne revêtent pas de caractère irréfragable, qu'est assuré le respect des droits de la défense et que les faits induisent raisonnablement la vraisemblance de l'imputabilité¹⁴¹.

Quatre conditions sont donc ainsi posées par le Conseil constitutionnel. Le critère de la gravité de l'enjeu n'est pas repris mais il est néanmoins possible d'affirmer que le contexte du marché financier, par sa spécificité (transparence, liquidité...) et les enjeux monétaires en présence, permet de respecter cette condition. Cela a en effet été confirmé dans plusieurs arrêts de la Cour de cassation qui a

¹³⁵ CEDH, 7 oct. 1988, *Salabiaku c. France*, n° 10519/83, §29 et CEDH, 25 sept. 1992, *Pham Hoang c. France*, n° 13191/87, §33.

¹³⁶ V. GOESEL-LE BIHAN, « Le contrôle de proportionnalité exercé par le Conseil Constitutionnel », *cahier du conseil constitutionnel* n° 22 (dossier : le réalisme en droit constitutionnel), juin 2007. Ce dossier indique également le contrôle de conventionalité effectué par la CEDH.

¹³⁷ CEDH, 7 oct. 1988, *Salabiaku c. France*, n° 10519/83, §28 ; CEDH, 25 sept. 1992, *Pham Hoang c. France*, n° 13191/87, §33 ; CEDH, 30 mars 2004, *Radio France et autres c. France*, n°53984/00 §24 ; CEDH, 23 juill. 2002, *Västberga Taxi Aktiebolag et Vulic c. Suède*, n°36985/97, §113 ; CEDH, 30 juin 2011, *Klouvi c. France*, n°30754/03, §41 ; CEDH, 26 janv. 2016, *Iasir c. Belgique*, n°21614/12, §30 ; CEDH, 2 mai 2017, *Zschüschen c. Belgique*, n°23572/07, §22.

¹³⁸ B. BOULOC, « Présomption d'innocence et droit pénal des affaires », v° Doctrine, *Sommaire du n°3-1995*, p. 468.

¹³⁹ B. BOULOC, « Procédure pénale », *Précis Dalloz* 28 éd., déc. 2021, p. 125.

¹⁴⁰ Cons. const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC, §5 ; Cons. const., 10 juin 2009, n° 2009-580 DC, §17 ; Cons. const., 25 févr. 2010, n° 2010-604 DC, §11 ; Cons. const., 10 mars 2011, n° 2011-625 DC, §38.

¹⁴¹ Cons. const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC, §5 ; Cons. const., 10 juin 2009, n° 2009-580 DC, §17 ; Cons. const., 10 mars 2011, n° 2011-625 DC, §38 ; Cons. const., 16 sept. 2011, *Antoine J.*, n° 2011-164 QPC, §3.

considéré que les présomptions de culpabilité de droit pour les opérations d'initié étaient légales¹⁴² et qui a notamment refusé par trois fois de transmettre une QPC qui lui avait été posée pour atteinte à la présomption d'innocence en raison des présomptions de culpabilité de fait et de droit dans les opérations d'initiés¹⁴³.

Restrictions au droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination et droit à un double degré de juridiction. Egalement, le droit de garder le silence et de pas contribuer à sa propre incrimination, assurant l'effectivité de la présomption d'innocence, n'est pas absolu¹⁴⁴. La CEDH recherche si une procédure a anéanti la substance même du droit de se taire et de ne pas contribuer à sa propre incrimination, examine la nature et le degré de la coercition, l'existence de garanties appropriées dans la procédure et l'utilisation qui est faite des éléments ainsi obtenus¹⁴⁵. Ce droit peut donc légalement subir des atteintes, qui se retrouvent, au sein des abus de marché, particulièrement durant la phase d'enquête de l'AMF, phase primordiale pour la recherche de preuve et pour retenir la culpabilité du mis en cause.

De même, le droit à un double degré de juridiction peut subir des dérogations¹⁴⁶, preuve que l'ensemble des principes garantissent l'effectivité de la présomption d'innocence peuvent supporter des atteintes afin d'assurer une répression efficace des abus de marché face aux capacités intellectuelles et financières des personnes poursuivies dans ce contexte particulier¹⁴⁷.

B. Une reconnaissance du caractère économique des présomptions de culpabilité

La justification des présomptions d'innocence par la particularité du marché financier. Les présomptions de culpabilité édictées au sein des abus de marché peuvent être considérées comme des outils imaginés par les théories économiques et financières en vue d'assurer l'efficacité de la répression¹⁴⁸. Elles réduisent en effet considérablement la charge de la preuve pesant en principe sur l'autorité de poursuite, afin de combattre « *une délinquance astucieuse, qui sait se mettre à l'abri des regards et des investigations* »¹⁴⁹. Et en effet, face à la dématérialisation et à la globalisation des marchés financiers¹⁵⁰, ces présomptions se justifient afin de ne pas enfermer les autorités de poursuite dans un carcan de procédure pénale trop rigide¹⁵¹. Les objectifs de préservation de la transparence, de

¹⁴² Cass. com., 8 févr. 2011, n° 10-10.965.

¹⁴³ Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14-84.562, QPC ; Cass. crim., 15 déc. 2021, n° 21-83.500, QPC et Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500, QPC.

¹⁴⁴ CEDH, 21 déc. 2000, *Heaney et McGuinness c. Irlande*, n°34720/97, §47 ; CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n°18731/91, §47 ; CEDH, 13 sept. 2016, *Ibrahim et autres c. Royaume-Uni*, n° 50541/08, 50571/08, 50573/08, §269).

¹⁴⁵ CEDH, 5 nov. 2002, *Allan c. Royaume-Uni*, n° 48539/99, §44 ; CEDH, 11 juill. 2006, *Jalloh c. Allemagne*, n° 54810/00, §101. La Cour considère également, en ce qui concerne la notification d'un tel droit, que « compte tenu de la nature du droit de ne pas témoigner contre soi-même et du droit de garder le silence, (...) en principe, il ne peut y avoir de justification au défaut de signification de ces droits à un suspect. Toutefois, dans l'hypothèse où ce dernier n'en aurait pas été informé, elle doit rechercher si, malgré cette lacune, la procédure dans son ensemble a été équitable » (CEDH, 13 sept. 2016, *Ibrahim et autres c. Royaume-Uni*, n° 50541/08, 50571/08, 50573/08, § 273 et 311).

¹⁴⁶ Cass. crim., 20 févr. 2002, n° 01-86.807 en cas d'infractions mineures.

¹⁴⁷ M.-L. RASSAT, « Procédure pénale », *Ellipses* 3^{ème} éd., 2017, p. 243.

¹⁴⁸ B. KEITA, « Essai sur la contribution de la Commission des sanctions de l'AMF à la régulation financière », *Collection bibliothèque de l'IRJS- andré Tunc*, t. 81, 2017, p. 250.

¹⁴⁹ J.-J. DAIGRE, « Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices », note ss. AMF, comm. sanct., 15 septembre 2011, SAN-2012-01, *BJB* mai 2012, n°JBB-2012-0095, p. 202.

¹⁵⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. XXIII.

¹⁵¹ B. KEITA, *op. cit.*, p. 252.

l'intégrité, de la concurrence, de l'incitation à l'épargne à long terme, de l'attractivité des marchés financiers et de la confiance et de l'égalité entre les investisseurs sur ce marché expliquent dès lors l'édiction de telles présomptions et leur nature.

La finalité du droit financier est donc de permettre et de garantir un bon fonctionnement des marchés et justifie qu'en matière financière, la fin justifie les moyens¹⁵², notamment les moyens probatoires¹⁵³. Comme le souligne la directive MAD et le Règlement MAR, il s'agit à la fois de préserver « l'intégrité du marché financier », « la confiance des investisseurs », « la confiance du public en ces marchés » et donc l'efficacité de la répression des abus de marché, préalable indispensable à « la croissance économique et la prospérité »¹⁵⁴. Ce bon fonctionnement est en effet indispensable au financement de l'économie réelle et nécessite le respect d'un certain nombre d'obligations négatives prohibant les pratiques dangereuses sur le marché¹⁵⁵. La répression des abus de marché concourt donc incontestablement à cet objectif¹⁵⁶. Mais il s'agit également, pour certains auteurs, d'assurer justice et égalité, car « en prévenant la création d'une inégalité ou l'exploitation d'une inégalité préexistante, on préserverait la justice entre les individus en veillant à ce que revienne à chacun ce qui lui est normalement dû, qu'il s'agisse d'une prérogative juridique, de la valorisation d'un actif ou de la protection de la confiance accordée »¹⁵⁷.

C. Une reconnaissance dont les conditions de validité ne peuvent n'être que théoriques

Effectivité de la présomption d'innocence. Néanmoins, bien qu'une atteinte à la présomption d'innocence soit possible par l'édiction de présomptions de culpabilité, les conditions à respecter pour que de telles présomptions soient valables témoignent de l'importance toujours sous-jacente de la présomption d'innocence en cas d'accusation pour abus de marché. En effet, la présomption d'innocence ne saurait être protégée de façon absolue et systématique en raison des capacités intellectuelles et financières de certaines personnes poursuivies, qui peuvent recourir à des conseils et des dissimulations. Toutefois, il n'est pas non plus possible d'édicter des présomptions de culpabilité qui respecteraient, en théorie, les conditions pour leur validité, mais qui s'en déviaient en pratique.

Comme le rappelle la CEDH, une atteinte substantielle à la présomption d'innocence ne saurait être retenue, « la Convention a pour but de protéger des droits non pas théoriques ou illusoire, mais concrets et effectifs »¹⁵⁸. Les présomptions de culpabilité de fait et de droit édictées dans les abus de marché ne sauraient donc vider de sa substance le respect de la présomption d'innocence¹⁵⁹, pour faciliter la répression de ces derniers. L'effectivité concrète de la présomption d'innocence nécessite

¹⁵² N. RONTCHEVSKY, J.- P. STORCK et M. STORCK, « Le réalisme du droit des marchés financiers », dans « Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt », *Joly éd.*, 2005, p. 447 ; M.- A. FRISON- ROCHE, « Le droit de la régulation », *D.* 2001. chron. 601, p. 613, soulignant plus largement qu'« en matière de régulation (...) la fin justifie et crée les moyens ».

¹⁵³ N. IDA, *op. cit.*, p. XXIII.

¹⁵⁴ Considérant 1 de la Directive MAD. V. aussi considérant 2 du Règlement MAR qui reprend le considérant 1 de la directive MAD et considérant 2 de ce dernier : « Un véritable marché intérieur des services financiers est essentiel à la croissance économique et à la création d'emplois dans l'Union ».

¹⁵⁵ B. KEITA, *op. cit.*, p. 460.

¹⁵⁶ *Ibid.*, p. 461 ; T. BONNEAU, « régulation bancaire et financière européenne et internationale » *Manuel Bruylant Droit de l'Union européenne*, mars 2022, n°268.

¹⁵⁷ A. VIGNON, « L'apport du droit pénal à la moralisation du marché boursier », *thèse de doctorat en droit privée sous la direction de P. Comte*, 14 sept. 2011, p. 389.

¹⁵⁸ CEDH, 9 oct. 1979, *Airey c. Irlande*, n°6289/73, §24.

¹⁵⁹ CEDH, 11 juill. 2006, *Jalloh c. Allemagne*, n° 54810/00, §97 pour les droits de la défense.

des exigences et un contrôle minutieux dans la mise en application de ces présomptions devant le PNF et l'AMF.

Ainsi, les poids respectifs des arguments de préservation de la compétitivité du marché financier et de préservation de la présomption d'innocence semblent d'ores et déjà inégaux dans la mesure où la présomption d'innocence est un principe juridique essentiel dans une société démocratique dominée par l'État de droit¹⁶⁰, une valeur démocratique particulièrement précieuse au sein de notre société¹⁶¹. De plus, comme le rappellent la directive MAD et le règlement MAR, la mise en œuvre de leurs dispositions et donc, aussi, les présomptions édictées, s'entendent sans « *préjudice des droits de la défense* » et de la « *présomption d'innocence* »¹⁶². La présomption d'innocence reste donc le « *centre névralgique de tout mécanisme de sanction* »¹⁶³. L'adage « *idem es non esse aut non probari* » (c'est la même chose de ne pas être ou ne pas être prouvé)¹⁶⁴ marque cette « *prééminence* » du droit de la preuve et de la présomption d'innocence sur les règles de fond¹⁶⁵.

Toutefois, comme il le sera ultérieurement développé au sein de cette étude, les présomptions de culpabilité au sein des abus de marché prennent une place particulièrement importante face à la présomption d'innocence. Notamment, bien plus que les juridictions pénales, l'AMF est tentée de forcer la manifestation de la vérité pour assurer l'effectivité de sa répression, quitte à maltraiter le droit de la preuve¹⁶⁶ et la présomption d'innocence. Se pose dès lors d'ores et déjà l'interrogation légitime, qu'est la nécessité d'appliquer la présomption d'innocence de manière similaire devant l'AMF et les juridictions pénales voire, même, si une telle application serait en l'espèce possible.

§2. La pertinence d'une application similaire du principe pénal de présomption d'innocence devant l'AMF et les juridictions répressives

Ce questionnement peut en effet paraître légitime de par les raisons qui ont amené à la création même de l'AMF (A), bien que la nécessité d'une application similaire de la protection de la présomption d'innocence devant l'AMF et devant les juridictions pénales s'impose (B).

A. Légitimité du questionnement : les raisons alléguées pour une application alléguée de la présomption d'innocence

L'AMF, une autorité de répression comme une autre ? La dévolution d'un pouvoir d'enquête et de sanction à l'AMF s'inscrit en effet dans la nécessité de faciliter la répression de certaines

¹⁶⁰ L'État de droit peut être défini comme « l'ordre juridique dans lequel le respect du Droit est réellement garanti aux sujets de droit, notamment contre l'arbitraire » (G. CORNU (dir.), « Vocabulaire juridique », v° État, IV, – de droit, PUF, coll. « *Quadrige* », 8e éd., 2007).

¹⁶¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 2, se référant à T. BONNEAU, dans 10e colloque de la Commission des sanctions, table ronde n° 1, « La question de la preuve », Paris, 5 oct. 2017. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/prises-de-parole>.

V. Aussi : V. SIZAIRE, « Propos introductifs. La preuve, un enjeu démocratique », dans P. BEAUVAIS et R. PARIZOT (dir.), « Les transformations de la preuve pénale », *LGDJ- Lextenso éd.*, 2018, p. 67.

¹⁶² Respectivement considérant 24 du règlement MAR et considérant 27 et 28 de la directive MAD.

¹⁶³ N. IDA, *op. cit.*, p. 2.

¹⁶⁴ H. ROLAND et L. BOYER, « Adages du droit français », *Litec* 4e éd., 1999, n° 161.

¹⁶⁵ G. DE GEOUFFRE DE LA PRADELLE, « Essai d'introduction au droit français », *Erasmé*, 1990, p. 302 : « un échec circonstanciel de la preuve (est censé) paralys(er) toujours la mise en œuvre des normes de fonds. »

¹⁶⁶ F. TERRE, « À la pénombre de l'Autorité des marchés financiers », *JCP*, juill. 2013, n° 27, 755.

infractions et d'en assurer l'effectivité¹⁶⁷. La COB le rappelait dans son rapport annuel pour l'année 1990 : « le règlement n°90-08 s'inscrit dans un mouvement général du droit qui tend à réserver à une délinquance d'affaires très spécialisée un traitement spécifique. Il s'agit, en effet, de sanctionner rapidement, mais dans le respect des droits de la défense, des comportements qui nuisent à la confiance que peut inspirer le marché aux investisseurs »¹⁶⁸. La création d'AAI a notamment été justifiée pour « permettre une participation élargie de personnes d'origines et de compétences diverses et notamment de professionnels, à la régulation d'un domaine d'activité ou au traitement d'un problème sensible » et « assurer l'efficacité de l'intervention de l'Etat en termes de rapidité, d'adaptation à l'évolution des besoins et des marchés et de continuité dans l'action »¹⁶⁹. Le pouvoir de sanction, dont la COB en 1967 a été la première à en être dotée, est « né tout à la fois d'exigences de répression et d'exigences de régulation »¹⁷⁰.

Or, de telles considérations ont ainsi eu une influence sur la procédure pénale et le droit pénal commun. En effet, de tels objectifs ont pu justifier la création de nombreuses présomptions de culpabilité dont la première manifestation a pu se voir caractérisée par le recul de l'élément moral au sein des manquements d'abus de marché. Dans le silence des textes et afin d'assurer le caractère effectif et dissuasif de la répression¹⁷¹, l'AMF a, dans plusieurs situations, développé une présomption de l'élément moral des manquements par « une fusion probatoire entre l'élément matériel et l'élément intentionnel »¹⁷². Des présomptions de fait et de droit ont ensuite été également relevées afin de faciliter la preuve des éléments constitutifs des manquements. L'application de la directive 2016/343 relative à la présomption d'innocence est de plus explicitement exclue devant l'AMF. La directive précise en effet en son considérant 6 que celle-ci ne s'applique pas « aux procédures administratives, y compris lorsque ces dernières peuvent aboutir à des sanctions, telles que les procédures (...) de services financiers, ni aux enquêtes menées par les autorités administratives en rapport avec ces procédures ». Il serait alors tentant de justifier des dérogations plus importantes au principe de présomption d'innocence lorsque l'AMF est chargée de l'enquête et de la répression des abus de marché puisqu'au regard du droit de l'Union européenne, celle-ci n'est pas considérée comme une juridiction pénale justifiant l'application de la directive. D'autant plus que l'AMF dispose d'important moyens coercitifs, qu'ils soient humains, d'enquête ou d'expertise et qui sont plus développés que

¹⁶⁷ B. KEITA, *op. cit.*, p. 253.

¹⁶⁸ COB, rapport annuel 1990, p. 95.

¹⁶⁹ CONSEIL D'ETAT, « Les autorités administratives indépendantes », *rapport public 2001*, p. 275. Disponible en ligne sur : <https://www.conseil-etat.fr/publications-colloques/etudes/les-autorites-administratives-independantes-rapport-public-2001>.

¹⁷⁰ C. TEITGEN-COLLY, *Petites affiches*, 17 janv. 1990, p. 25 et Conseil d'Etat, « Les autorités administratives indépendantes », *rapport public 2001*, p. 301.

¹⁷¹ B. KEITA, *op. cit.*, p. 253.

¹⁷² M.-A. FRISON-ROCHE, « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », dans M.-A. FRISON-ROCHE, J.-C. MARIN et C. NOCQUET (dir.), « La justice pénale face à la délinquance économique et financière », *Dalloz*, 2001, p. 23.

ceux du PNF¹⁷³. Ces moyens justifient par ailleurs la répression de la plus grande majorité des abus de marché devant celle-ci¹⁷⁴.

Or, la particularité de la répression des abus de marché devant l'AMF se matérialise aussi à travers le prononcé des sanctions par celle-ci. En effet, elle ne peut prononcer de peines privatives de liberté en raison de son caractère d'autorité administrative publique et sa sanction ne porte pas la même atteinte à la réputation que la sanction pénale du PNF, qui ajoute un certain jugement moral et discrédit social. Ainsi, ces modalités de fonctionnement, couplées aux sanctions également différentes de l'AMF, pourraient justifier une application quelque peu différenciée de la présomption d'innocence devant celle-ci. Certains auteurs contestent par ailleurs la juridictionnalisation des autorités administratives qui, pour l'un d'entre eux, « *est contraire au souci d'efficacité de la répression administrative, qui aurait justifié son autonomie à l'égard de ces dispositions* »¹⁷⁵. Pour ce dernier, c'est notamment la raison pour laquelle de nouvelles réponses non pénales sont recherchées ou mises en œuvre pour sanctionner les atteintes aux règles d'organisation et de fonctionnement des marchés, afin de « *contourner la lourdeur de la procédure pénale par le développement de mécanismes alternatifs, moins protecteurs de la personne mise en cause, mais mieux adaptés à l'efficacité du marché* »¹⁷⁶.

La procédure pénale et le droit pénal boursier seraient mis au service de la défense de l'ordre public économique, utilisés comme un moyen de pression et orientés vers l'efficacité de la réglementation¹⁷⁷. Ils perdraient ainsi leur caractère protecteur par des aménagements aux principes généraux tels que la présomption d'innocence, entraînant le recul de leur autonomie au regard du droit pénal commun et leur dépendance à l'égard des objectifs de la régulation¹⁷⁸.

B. Légitimité du questionnement : les raisons substantives pour une application similaire de la présomption d'innocence

L'AMF, une autorité de répression comme une autre. L'AMF reste néanmoins tenue au même respect de la présomption d'innocence que les juridictions pénales, en raison des jurisprudences constitutionnelle et conventionnelle¹⁷⁹ comme il l'a été démontré. Cela s'explique par de nombreuses raisons. Tout d'abord, si la directive 2016/343 ne s'applique pas devant les AAI, c'est parce qu'il s'agit bien plus de respecter la diversité procédurale entre les Etats membres et l'absence d'uniformité

¹⁷³ Notamment le développement de systèmes informatiques permettant de repérer les anomalies dans le fonctionnement des marchés : C. DUCOULOUX-FAVARD, « L'informatique et la recherche des infractions boursières », *D.* 1988, chron. 270 ; P. BÉZARD, « La mondialisation et les marchés financiers », *RJC*, 2001, p. 178 : « dans la plupart des pays les autorités utilisent des « agents intelligents », c'est-à-dire des programmes informatiques qui collectent en parcourant le réseau en permanence et stockent des informations et aident les régulateurs dans leurs recherches ».

¹⁷⁴ E. HOULETTE, « L'action du parquet national financier », *BJB* mars 2017, n° 116t0, p. 154 : « sur les premiers dossiers ayant suivi la procédure de l'aiguillage, un seul a finalement été orienté vers le PNF. Il était précisé que le profit retiré par l'infraction avait été déterminant pour opérer ce choix ».

¹⁷⁵ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 296. V. aussi : T. BONNEAU et F. DRUMMOND, « Droit des marchés financiers », *Economica*, 2010, n°300, p. 431 et 432 : « (l'on redoute alors) le développement d'un contentieux exclusivement procédural, préjudiciable à la sécurité juridique et à la crédibilité de l'Autorité de régulation ». En ce sens également : E. DREYER, « La sécurité juridique et le droit pénal économique », dans L. BOY, J.-B. RACINE et F. SIIRIAINEN (dir.), « Sécurité juridique et droit économique », *édition Larcier*, 2008, p. 443 et s. : « le souci de réalisme et d'efficacité de ce droit parapénal a été en partie remis en cause par sa soumission progressive aux principes généraux gouvernant la matière pénale ».

¹⁷⁶ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 296.

¹⁷⁷ *Ibid.*, p. 317.

¹⁷⁸ *Ibid.*

¹⁷⁹ V. §3 de la section 1 de l'introduction.

sur cette question que de refuser le respect de la présomption d'innocence devant l'autorité. Mais dans la pratique, la directive entend protéger les droits des particuliers avec la même extension que la CEDH ou les droits nationaux existants. Son article 13 précise en effet qu'aucune disposition de celle-ci ne saurait être interprétée comme limitant les droits et les garanties procédurales « *qui sont accordés en vertu de la Charte, de la CEDH ou d'autres dispositions pertinentes du droit international ou du droit de tout État membre qui offrent un niveau de protection plus élevé, ni comme dérogeant auxdits droits et garanties procédurales* ». Ce principe de non régression permet donc d'écarter cet argument.

Egalement, il est possible d'arguer que même si l'AMF n'est pas en mesure de prononcer des peines privatives de libertés, ses sanctions n'en sont pas moins tout autant conséquentes et coercitives car elles entravent la vie économique des mises en cause, primordiale pourtant dans le milieu boursier. En effet, l'AMF peut prononcer des sanctions liées à l'activité professionnelle concernée ou des sanctions pécuniaires dont le montant peut aller jusqu'à 100 millions d'euros ou le décuple du montant des profits éventuellement réalisés et jusqu'à 15% du chiffre d'affaires mondial du contrevenant lorsque celui-ci est une personne morale¹⁸⁰. Le profit retiré de l'infraction ou la perte évitée alourdit donc particulièrement le montant de la sanction pécuniaire tout comme la possibilité de prononcer des sanctions professionnelles en tant que peines complémentaires¹⁸¹. La publication des sanctions et la possibilité de l'AMF d'user de son pouvoir d'information à l'attention du marché financier par ses bulletins mensuels et son rapport annuel renforcent également l'atteinte subie par le prévenu à travers cette procédure et donc la nécessité de protéger sa présomption d'innocence tout au long de celle-ci¹⁸².

De plus, il convient de souligner que la répression des abus de marché ne vise pas nécessairement des professionnels ou une délinquance particulièrement spécialisée puisque « *toute personne* » peut commettre ces délits et manquements. Il faut donc aussi prendre en compte la qualité des parties : une déclaration facilitée de culpabilité en raison de l'absence de protection similaire de la présomption d'innocence entre le volet pénal et administratif pourrait leur être particulièrement nuisible. La technique d'aiguillage entre l'AMF et le PNF, créée par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016¹⁸³ à la suite de la censure par le Conseil constitutionnel pour double poursuite ou sanction de ces infractions¹⁸⁴, renforce également cette nécessité puisqu'aucun critère de répartition objectif, pour la commission des mêmes faits, n'existe entre les deux et que le mis en cause ne dispose d'aucun moyen pour orienter ou contester un tel aiguillage¹⁸⁵. L'absence de prise en compte du mis en cause dans la décision de cet aiguillage nécessite donc bien une application similaire de la présomption d'innocence. La procédure de coopération qui a été mise en place entre l'AMF et le PNF soutient également cette nécessité puisque les informations récupérées par l'une peuvent servir au fondement de la répression de l'autre¹⁸⁶.

¹⁸⁰ Article L621-15 II du CMF. V. aussi D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 657 ; J.-P. FELDMAN, « L'AMF respecte-t-elle les droits de la défense ? », *D.* 2009. 2756.

¹⁸¹ Il y a donc des sanctions disciplinaires en plus des sanctions administratives, tel que des peines de retraits d'agrément, l'interdiction à titre temporaire ou définitif d'exercer tout ou partie des activités, l'interdiction à titre temporaire ou définitif d'exercer tout ou partie des services fournis... (V. article L621-15 à L621-17-1-1 du CMF).

¹⁸² Article L621-15 V du CMF. V. aussi : D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 660.

¹⁸³ Article L465-3-6 du CMF.

¹⁸⁴ Cons. const., 18 mars 2015 n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC

¹⁸⁵ En cas de contestation, il appartient à la Cour d'appel de Paris d'arbitrer un tel aiguillage (article L465-3-6 du CMF), ce qui est contestable puisque les sanctions PNF et le préjudice de réputation restent différents entre l'AMF et le PNF.

¹⁸⁶ Article R465-1 et s et L466-1 du CMF.

Enfin, l'enquête de l'AMF pour abus de marché se fait en principe à charge et à décharge¹⁸⁷, comme cela est également le cas en droit pénal¹⁸⁸, ce qui pourrait ainsi justifier d'appliquer de manière similaire les principes directeurs et fondamentaux du procès pénal devant l'AMF. Enfin, la présence du juge, tant au stade de l'enquête pour autoriser certaines mesures particulièrement coercitives¹⁸⁹, qu'au stade des recours contre la Commission des sanctions¹⁹⁰, témoigne que la procédure de sanction devant l'AMF n'est pas anodine et mérite un certain contrôle. L'ensemble de ces motifs ne permet pas, ainsi, d'autoriser une dérogation ou une application différenciée de la présomption d'innocence devant l'AMF. De plus, comme le souligne justement un auteur, la soumission de l'autorité de marché au respect de la présomption d'innocence du mis en cause n'est pas de nature à exclure « *sa sensibilité aux préoccupations de l'ordre public économique et à la recherche d'efficacité de la répression* »¹⁹¹.

Conclusion du IV. Ainsi, il apparaît cohérent que des présomptions de culpabilité soient édictées afin de faciliter la répression des abus de marché face à une délinquance qui peut être spécialisée, parfois plus encore que les autorités de répression. Puisqu'il est possible de porter atteinte à la présomption d'innocence sous certaines conditions, les présomptions de culpabilité permettent ainsi de venir protéger la répression efficace des abus de marché et assurer son intégrité et la confiance des investisseurs dans celui-ci. Néanmoins, une telle effectivité ne peut venir remettre en cause l'efficacité de la présomption d'innocence qui doit, elle aussi, être garantie tant devant le PNF et que l'AMF. Cette juridictionnalisation répressive semble contraire à l'efficacité de la répression administrative mais est aussi le corollaire nécessaire afin de conférer plus de pouvoirs à l'AMF et légitimer son action¹⁹². La présomption d'innocence mérite en effet tout autant une application similaire devant l'AMF voire, même, plus importante, du fait des moyens dont elle dispose pour réprimer les abus de marché et son caractère non juridictionnel.

Or, si officiellement la présomption d'innocence s'applique de manière similaire devant l'AMF et le PNF, tel n'est pas le cas en pratique. Les présomptions de faits et de droit posées par l'AMF et le PNF sont en effet multiples et variées et ce, à plusieurs stades différents de la répression. L'AMF apparaît édicter dans certains cas, des présomptions irréfragables qui limitent ainsi considérablement les moyens de défense disponibles pour le mis en cause et rendent dès lors inconstitutionnelle et inconvictionnelle cette atteinte à la présomption d'innocence. La proposition de nouveaux moyens à la disposition du mis en cause apparaît dès lors nécessaire afin de remédier à de telles atteintes.

Enjeu. L'enjeu de ce sujet est ainsi d'arriver à concilier l'effectivité de deux situations contradictoires : l'efficacité réelle de la présomption d'innocence de la personne suspectée et l'efficacité de la répression des abus de marché face à une délinquance d'affaire souvent spécialisée.

¹⁸⁷ La charte de l'enquête de l'AMF, 27 sept. 2021. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-09/2021_09_charteenquete.pdf.

¹⁸⁸ Article 81 du CPP et article 39-3 du CPP.

¹⁸⁹ Article L621-9 et L621-12-1 du CMF.

¹⁹⁰ Article L621-30 à L621-30-1 du CMF.

¹⁹¹ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 296.

¹⁹² Comme ont pu le préciser de nombreux auteurs, plus de liberté justifie et entraîne plus de responsabilité : F. CARRON DE LA CARRIERE, « France ! Oh France ! : Qui es-tu ?... Quel sera ton demain ? », *Anovi*, août 2021, p. 11 citant J. DANIEL : « Il n'y a pas de liberté sans responsabilité et sans contrôle. L'absence de responsabilité et de contrôle met autant la liberté en danger que les interdictions et les censures. Une liberté privée de règles n'existe que dans une démocratie anarchie, donc destinée à périr. Le premier effet de cette situation est de provoquer des réactions puritaines et autoritaires. » ; V. HUGO, « Actes et Paroles », 1875-1876 : « tout ce qui augmente la liberté, augmente la responsabilité ».

Il s'agit de souligner que les atteintes portées au respect effectif de la présomption d'innocence par l'instauration de présomptions de culpabilité ne le sont avec la même intensité devant l'AMF et les juridictions pénales qui la réduit dès lors à un principe purement théorique, empêchant une conciliation objective et opportune entre ces présomptions. Cette étude témoignera donc dans quelle mesure, par l'ensemble des circonstances démontrées ci-dessous, la procédure répressive des abus de marché illustre la limite du respect effectif de la présomption d'innocence au sein des abus de marché ainsi que la nécessité d'y remédier afin de retrouver un équilibre entre les différentes présomptions.

Annexe. Si l'AMF a déjà fait évoluer ses modalités de fonctionnement par le passé pour atteindre à la présomption d'innocence¹⁹³, ces changements semblent néanmoins toujours insuffisants pour assurer un respect effectif de la présomption d'innocence dont l'atteinte est portée par l'application de multiples présomptions de faits et de droit plus importantes que devant le PNF. Néanmoins, une application effective à la présomption d'innocence ne se limite pas qu'à l'AMF, et il convient d'analyser ces atteintes par l'édiction de présomptions de culpabilité dans l'ensemble juridique de répression des abus de marché (**PARTIE 1**) avant de s'attarder sur les moyens dont dispose le mis en cause pour assurer un retour effectif de la présomption d'innocence dans cette répression (**PARTIE 2**).

PARTIE 1 : LES MOYENS PERMETTANT UNE ATTEINTE RENFORCÉE A LA PRÉSOMPTION D'INNOCENCE

Cette atteinte à la présomption d'innocence et à son effectivité au sein des abus de marché prend forme tout d'abord par l'instauration d'un contexte favorable à l'édiction des futures présomptions de culpabilité (**chapitre 1**). Elle se matérialise par la suite à travers l'édiction de ces multiples présomptions (**chapitre 2**), dont l'atteinte à la présomption d'innocence est renforcée par leur combinaison (**chapitre 3**) et par l'articulation de ces présomptions avec les autres principes qui viennent régir notre droit positif et la procédure répressive (**chapitre 4**).

CHAPITRE 1 : L'INSTAURATION D'UN CONTEXTE PROPICE A L'EDITION DES PRESOMPTIONS

L'édiction des futures présomptions de culpabilité à l'encontre du mis en cause suite à la mise en œuvre de l'action publique par le PNF ou la notification des griefs par l'AM est facilitée dès la phase d'enquête. Si l'enquête des délits boursiers devant le PNF se déroule d'une façon plus ou moins similaire aux autres enquêtes pénales menées par ce dernier¹⁹⁴, ce n'est pas le cas devant l'AMF, où des moyens particulièrement importants sont à la disposition des enquêteurs pour assurer la répression efficace des abus de marché. C'est donc au regard de cette autorité qu'il convient d'attarder notre

¹⁹³ Notamment : Cass. com., 1^{er} déc. 1998, n° 96-80.189 ; Cass. ass. plén., 5 févr. 1999, n° 97-16.440 ; CA Paris 2 juill. 1999 ; Cass. com., 18 juin 1996, n° 94-14.178.

¹⁹⁴ V. Partie 2, chapitre 2, section 2, §3.

raisonnement. En effet, la particularité de la phase d'enquête de l'AMF doit être relevée (**section 1**) afin de caractériser les situations qui peuvent porter atteinte à la présomption d'innocence du futur mis en cause au stade du déroulement (**section 2**) et de la fin de l'enquête (**section 3**).

SECTION 1 : L'ouverture de l'enquête

Les abus de marché sont réprimés devant l'AMF à travers une phase d'enquête qui se distingue de la phase de contrôle¹⁹⁵. Durant cette phase, l'efficacité de l'enquête semble être nettement privilégiée au détriment du droit des personnes faisant l'objet de celle-ci¹⁹⁶. Le respect des droits de la défense et du contradictoire ne se voit appliqué au mis en cause qu'à compter de la notification des griefs par le Collège, c'est-à-dire, postérieurement à la phase d'enquête et à compter de la mise en accusation¹⁹⁷. La CEDH a également pu relever que la présomption d'innocence ne s'applique pas en principe si l'intéressé ne fait l'objet d'aucune accusation en matière pénale, par exemple si sont mises en oeuvre contre lui des mesures préalables à son inculpation¹⁹⁸.

Néanmoins, le respect de la présomption d'innocence s'impose durant cette phase d'enquête de l'AMF comme avait pu l'affirmer la Cour de cassation dans son arrêt du 1^{er} décembre 1998¹⁹⁹ ainsi la CEDH²⁰⁰ et la CJUE dans un arrêt récent qui est venu confirmer l'application du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination pour les personnes physiques dès la phase d'enquête de l'AMF²⁰¹.

SECTION 2 : Le déroulement de l'enquête

Ce déroulement de l'enquête voit plusieurs atteintes à la présomption d'innocence se matérialiser au regard du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination (**A**) ainsi que par les conséquences de l'exclusion du contradictoire (**B**).

A. Le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination

Le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination du suspect est mis à mal au sein de l'enquête menée par l'AMF. Les enquêteurs n'ont en effet aucune obligation de rappeler ce

¹⁹⁵ Article L. 621-9 du CMF ; articles 7, 8, 12, 14 et 15 du Règlement MAR. Les règles de la phase d'enquête sont définies aux articles L621-9 et s. et R621-31 et s. du CMF ainsi qu'aux articles 144-1 et s. du Règlement général de l'AMF.

¹⁹⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 77.

¹⁹⁷ La charte de l'enquête AMF, 27 sept 2021, p. 14. Cons. const., 29 déc. 1984, *Loi de finances pour 1985*, n° 84-184 DC, §35. Rappelé régulièrement par les juridictions : notamment CE, 6^e et 1^e ss-sect. réunis, 15 mai 2013, n°356054 ou encore CA Paris, 24 oct. 2013, n° 2012/14904, Cass. com., 6 fév. 2007, n° 05-20.811.

¹⁹⁸ CEDH, 12 mai 2015, *Gogitidze et autres c. Géorgie*, n°36862/05, §125 et 126 ; CEDH, 25 juin 2019, *Larrañaga Arando et autres c. Espagne*, n°73911/16, 233/17, 3086/17 et 5155/17, §45 et 46 ; CEDH, 14 janv. 2020, *Khodorkovskiy et Lebedev c. Russie (n° 2)*, n° 51111/07 et 42757/07, §543.

¹⁹⁹ Cass. com., 1^{er} déc. 1998, n° 96-80.189 : « Ces déclarations, reproduites dans la revue VF du 6 mai 1995, avaient été faites entre la délibération de la COB du 25 avr. 1995 ouvrant la procédure aux fins de sanctions et la notification des griefs à M. X. le 12 mai 1995, peu important par ailleurs que leur auteur, ayant cessé ses fonctions, n'ait pas participé à la délibération décidant la poursuite de la procédure au vu des observations en réponse aux griefs, ni à la décision sur le fond, dès lors que le respect de la présomption d'innocence interdit que le Président de la COB en exercice déclare une personne coupable d'une infraction avant que les juges compétents ne se soient prononcés ».

²⁰⁰ CEDH, 25 févr. 1993, *Funke c. France*, n°10588/838, §44 ; CEDH, 8 févr. 1996, *John murray c. Royaume- Uni*, n°18731/91, §45.

²⁰¹ CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19.

droit à la personne suspectée (1) et le mis en cause peut être poursuivi pour manquement ou délit d'entrave s'il refuse de coopérer (2).

1. Limitation : l'absence de disposition imposant aux enquêteurs le rappel du droit

Comme le rappelle J.-B. Thierry, « le premier des droits de la défense est sans doute d'être informé de l'existence de ces droits »²⁰². Or un tel rappel n'est pas effectué par les enquêteurs de l'AMF à l'égard de la personne suspecté puisqu'aucune exigence de ce rappel n'est imposé au sein du droit financier²⁰³. Or les conséquences d'un tel rappel sont néanmoins importantes dans la mesure où il existe un délit et un manquement d'entrave aux enquêtes de l'AMF²⁰⁴. Surtout, l'absence du rappel d'un tel droit nuit à son effectivité dans la mesure où la personne suspectée ne connaît pas nécessairement son existence et se sentira obligée de communiquer les documents demandés ou de répondre aux questions posées lors des auditions²⁰⁵.

Au surplus, la Charte de l'enquête de l'AMF rappelle l'incrimination administrative et pénale de l'entrave sans rappeler que le droit de communication de tous documents²⁰⁶ et le droit d'audition prévus par l'article L. 621-10 du Code monétaire et financier s'exercent sous réserve du droit de ne pas s'auto-incriminer²⁰⁷. En effet, la seule mention faite au droit au silence au sein de la Charte d'enquête est le fait que ce dernier ne peut être invoqué en toute circonstance²⁰⁸. Ainsi, l'effectivité du droit de garder le silence et donc, *in fine*, de la présomption d'innocence est d'ores et déjà mise à mal au sein de la phase d'enquête par l'absence du rappel de ce droit au suspect. Cette atteinte se matérialise d'autant plus que les enquêteurs ne manquent pas de rappeler, dans le sens inverse, l'existence des articles qui répriment le manquement et le délit d'entrave²⁰⁹.

²⁰² J.- B. THIERRY, « L'information des droits de la défense dans le procès pénal », dans D. GIBIRILA, « L'information en droit privé », *LPA*, 30 avr. 2019, n°86, p. 17.

²⁰³ AMF, comm. sanct., 6 août 2012, *Société Arkeon Finance*, SAN-2012-12 : « ni le code monétaire et financier, ni le règlement général de l'AMF, ne donne obligation aux enquêteurs de signifier à la personne auditionnée qu'elle a le droit de se taire lors de son audition, qui ne peut, en tout état de cause, être contrainte et repose sur le bon vouloir de l'auditionné ».

²⁰⁴ Article L642-2 du CMF et article L621-15 II f) du CMF.

²⁰⁵ B. KEITA, *op. cit.*, p. 154.

²⁰⁶ Par ex : articles L. 621-10 et L. 621-10-1 du CMF.

²⁰⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 155.

²⁰⁸ La charte de l'enquête AMF, 27 sept. 2021, p. 8 : « Comme rappelé par la Cour de Justice de l'Union Européenne dans un arrêt du 2 février 2021 (C 481/19 DB c. CONSOB), le droit au silence ne saurait justifier tout défaut de coopération avec les autorités compétentes, tel qu'un refus de se présenter à une audition prévue par celles-ci ou des manœuvres dilatoires visant à en reporter la tenue ».

²⁰⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 145. AMF, comm. sanct., 24 nov. 2011, *Allianz Global Investors France, BNP Paribas, Société Générale et M. Y et Mme X*, SAN- 2012- 02 : « la seule lecture d'une disposition légale en vigueur, non associée au rappel explicite de ces autres droits, n'est pas de nature à caractériser une atteinte à la préservation des intérêts des personnes interrogées ». Cette situation est critiquée par ailleurs par le Professeur J.J DAIGRE : « en pratique, lorsque les contrôleurs ou enquêteurs posent des questions ou demandent des documents à la personne poursuivie sans lui indiquer qu'elle a le droit de se taire et de ne pas s'auto-incriminer, mais en prenant bien soin de lui préciser que si elle s'y refuse elle court le risque d'être poursuivie pour entrave, il est difficile de ne pas y voir un risque de pression et d'atteinte à un droit fondamental » (J.- J. DAIGRE, note. ss. Cass. com., 8 mars 2018, n° 17- 23.223, *Banque et Dr.* n° 180, juill.- août 2018, p. 17). Dans le même sens, V. N. RONTCHEVSKY, note ss. AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, *Société Montagne et Neige Développement et M. Xavier Gallot- Lavallée*, SAN- 2018- 06, *RTDF* n° 2/ 3- 2018, n° 21, p. 129 ; M.- E. BOURSIER, « Le principe de loyauté en droit processuel », *Daloz*, 2003, n° 312, p. 183.

2. Limitation : délit et manquement d'entrave

Comme précisé ci-dessus, il existe un délit et manquement d'entrave au sein des enquêtes de l'AMF afin d'assurer l'efficacité de celle-ci et qui se retrouve également à l'article 23 §2 et 30 §1 b) du Règlement MAR. Ce cumul de la répression, qui aggrave la charge qui pèse sur la personne suspectée et augmente l'atteinte au droit de se taire et de ne pas s'auto-incriminer de celle-ci, a néanmoins été jugé contraire à la Constitution par le Conseil constitutionnel au regard de la méconnaissance du principe de nécessité des délits et des peines et du principe ne bis in idem²¹⁰. De plus, la portée du droit au silence a été récemment précisée par un arrêt de la CJUE du 2 février 2021 précité. Cet arrêt est venu redonner une effectivité à la présomption d'innocence au sein des phases d'enquêtes pour abus de marché en consacrant le droit au silence lors de celle-ci pour les personnes physiques, sur le fondement des articles 47 et 48 de la Charte DUE²¹¹. Cette solution est donc venue remettre en cause notre droit national qui retenait une conception étroite du droit au silence²¹², en considérant que le droit de se taire et de ne pas contribuer à sa propre incrimination ne s'appliquait qu'à compter de la notification des griefs et que le rappel par les enquêteurs du délit et du manquement d'entrave ne constituait pas une atteinte à ce droit²¹³. Sous la jurisprudence ancienne, le refus de communiquer les documents nécessaires ou de répondre aux questions posées par les enquêteurs a en effet pu faire l'objet de sanctions par l'AMF²¹⁴ et le droit de se taire et de ne pas contribuer à sa propre

²¹⁰ Cons. const., 28 janv. 2022, n° 2021-965 QPC. L'AMF a indiqué à la suite de cette décision dans un communiqué du 18 févr. 2022, qu'elle ferait une demande de modifications législatives afin qu'il y ait une mise en conformité du CMF avec la décision du Conseil. Il appartient de tirer les conséquences de cette décision et de décider d'abroger l'un ou l'autre des textes ou d'ériger un mécanisme d'aiguillage déjà applicable en matière d'abus de marché (R. SALOMON, « Inconstitutionnalité du manquement administrative d'entrave aux enquêtes de l'AMF », note ss. Cons. const., 28 janv. 2022, n°2021-965 QPC, *BJB* mars 2022, n° BJB200o8).

La Cour d'appel de Paris a déjà eu l'occasion d'écarter l'application du délit d'entrave (CA Paris 24 mars 2022, n°20/08390, pt. 221) et un amendement à la proposition de loi protection des épargnants (1^{ère} lecture, commission des finances, n°COM-28, 23 janv. 2023) a été de plus présenté par MM. de MONTGOLFIER et HUSSON afin de ne conserver que le manquement d'entrave, plus efficace, et supprimer le délit d'entrave.

²¹¹ CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19, §68 : « L'article 14, paragraphe 3, 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), et l'article 30, paragraphe 1, sous b), du 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 et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, lus à la lumière des articles 47 et 48 de la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, doivent être interprétés en ce sens qu'ils permettent aux États membres de ne pas sanctionner une personne physique qui, dans le cadre d'une enquête menée à son égard par l'autorité compétente au titre de cette directive ou de ce règlement, refuse de fournir à celle-ci des réponses susceptibles de faire ressortir sa responsabilité pour une infraction passible de sanctions administratives présentant un caractère pénal ou sa responsabilité pénale ».

²¹² CE, 6^e et 1^{er} ss-sect. réunis, 12 juin 2013, n° 359245 et 359477 ; CA Paris, ch. 1, 26 oct. 2016, n°2014/ 25701 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 9 juill. 2020, n° 18/2849 ; Cass. com., 9 janv. 2019, n°17-23.223 qui autorisait « le droit reconnu aux enquêteurs et contrôleurs de se faire communiquer tous documents, quel qu'en soit le support ne portaient pas atteinte au droit des personnes de ne pas contribuer à leur propre incrimination ». Le Conseil d'Etat vérifiait simplement qu'une atteinte irrémédiable aux droits de la défense n'avait pas été commise (CE, 6^e et 1^{er} ss-sect., 15 mai 2013, *Sté Alternative Leaders France*, n°356054 ; CE, 6^e et 1^{er} ss-sect., 28 déc. 2009, n°301654) et la Cour de cassation précisait simplement que les enquêteurs devaient se conformer au principe de loyauté dans l'administration de la preuve (Cass. com., 6 févr. 2007, n° 05-20.811).

²¹³ AMF, comm. sanctions, 24 nov. 2011, SAN-2011-21 ; CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 27 nov 2014, n°2013/16383. La Commission des sanctions a pu retenir néanmoins une application du droit au silence dès la phase d'enquête : AMF, comm. sanct., 6 août 2012, *Société Arkeon Finance*, SAN-2012-12 et AMF, comm. sanctions, 24 nov. 2011, SAN-2011 : « Si le droit de ne pas être contraint de contribuer à sa propre incrimination doit être respecté dans le cadre de l'enquête qui précède la saisine de la Commission des sanctions ». Ces solutions restent néanmoins isolées et n'ont jamais été réaffirmées.

²¹⁴ AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, SAN-2018-06 ; CA Paris, 24 mars 2022, n°20/08390 ; AMF, comm. sanct., 19 nov. 2019, *Sociétés Novaxia Investissement, Novaxia Développement, Novaxia Gestion, Novaxia et M. J. Azan*, SAN-2019-15 ; CA Paris, 16 févr. 2021, n° 20/01342 ; AMF, comm. sanct., 17 avril 2020, SAN-2020-04.

incrimination n'avait encore jamais été invoqué utilement²¹⁵. Ce manquement et délit d'entrave faisaient dès lors peser une pression et menace²¹⁶ qui pouvaient sembler excessives pour les personnes suspectées, afin de favoriser l'efficacité et l'effectivité de l'enquête au détriment des droits fondamentaux²¹⁷. Or, par cet arrêt, la CJUE consacre un droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination pendant les enquêtes menées par l'AMF, en le rattachant au principe de présomption d'innocence et aux droits de la défense dont il est une composante. Cet arrêt européen vient donc apporter une limite à l'action de l'AMF et à son atteinte à la présomption d'innocence pour les personnes physiques.

Cette protection est de plus particulièrement étendue puisque les termes de l'arrêt (à savoir le droit de « *fournir des réponses* ») permettent de retenir un droit au silence tant à l'oral qu'à l'écrit²¹⁸, renforçant ainsi l'effectivité de ce droit et la présomption d'innocence des personnes suspectées de la commission d'un abus de marché. La Cour est venue également préciser dans son point 40 que « *le droit au silence ne saurait raisonnablement se limiter aux aveux de méfaits ou aux remarques mettant directement en cause la personne interrogée, mais couvre également des informations sur des questions de fait susceptibles d'être ultérieurement utilisées à l'appui de l'accusation et d'avoir ainsi un impact sur la condamnation ou la sanction infligée à cette personne* ». Cette interprétation large du droit au silence permet une préservation efficace de la présomption d'innocence et limite ainsi le risque de biais ou d'établissement futur de présomptions de fait par l'AMF après la constitution de son rapport d'enquête.

Toutefois l'apport de cet arrêt reste relatif sur plusieurs points : tout d'abord, le droit au silence n'est reconnu qu'à l'égard des personnes physiques, à l'exclusion ainsi des personnes morales qui restent pourtant les acteurs financiers les plus réprimés en cas d'abus de marché. En effet, seul le droit de ne pas s'avouer coupable d'un abus de marché leur serait reconnu²¹⁹. Les personnes morales ne bénéficient pas de la même étendue du droit de se taire et de garder le silence que les personnes physiques. Ensuite, l'arrêt ne consacre pas à proprement parler de droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination. Cela limite ainsi la possibilité pour les personnes suspectées de venir refuser la communication de pièces et de dossiers demandés par les enquêteurs et qui pourraient les incriminer²²⁰. Il existe néanmoins une divergence doctrinale sur ce point.²²¹ Mais surtout, l'arrêt

²¹⁵ P. PAILLER, « Abus de marché - La Cour de justice de l'Union européenne consacre le droit au silence de la personne physique poursuivie », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 2, mars 2021, comm. 42.

²¹⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 139.

²¹⁷ P. PAILLER, « Abus de marché - La Cour de justice de l'Union européenne consacre le droit au silence de la personne physique poursuivie », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19, *Revue de Droit bancaire et financier* n° 2, mars 2021, comm. 42.

²¹⁸ Notamment en ce sens : N. IDA, *op. cit.*, p. 119.

²¹⁹ Sur le fondement du pt. 46 et 47 de l'arrêt : H. LE NABASQUE, « Le droit au silence », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB, RDBF*, mai- juin 2021, n° 3, repère 3 ; A. SOTIROPOULOU, « Le droit au silence des personnes physiques soumises à une enquête administrative pour manquement d'initié », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19, *BJB* sept. 2021, n°200g8, p. 17 ; P. PAILLER, « Abus de marché - La Cour de justice de l'Union européenne consacre le droit au silence de la personne physique poursuivie », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19, *Revue de Droit bancaire et financier* n° 2, mars 2021, comm. 42 : « La Cour distingue en effet dans ce contexte, même si la frontière est ténue, les réponses à de pures questions factuelles, auxquelles la personne poursuivie ne pourrait se dérober, et les réponses qui équivaudraient en substance à l'aveu d'une infraction, et qui sont protégées par le droit au silence ».

²²⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 120.

²²¹ Pour une réponse positive : V. H. MATSOPOULOU, « L'application du droit au silence aux enquêtes administratives à caractère pénal », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19, *JCP* 6 avr. 2021, n° 14, 389.

réserve une exception à l'invocation de ce droit qui n'est pas des moindres puisque les contours de celle-ci ne sont pas précisément définis et qu'elle pourrait dès lors être invoquée de façon excessive par l'AMF. En effet, la Cour précise que le droit de se taire doit s'articuler avec l'obligation de coopération et qu'il ne saurait « justifier tout défaut de coopération avec les autorités compétentes, tel qu'un refus de se présenter à une audition prévue par celles-ci ou des manœuvres dilatoires visant à en reporter la tenue » (point 41). La Cour de justice considère donc que le refus de se présenter à une convocation constitue une atteinte excessive à l'obligation de coopérer, si elle n'est pas justifiée²²².

Cette interprétation est fondée au regard du principe classique de proportionnalité ; mais l'absence de définition exacte de ce que serait un motif légitime pourrait nuire à la personne mise en cause. De plus, si un tel droit est invoqué, il peut toujours être utilisé par la Commission des sanctions de l'AMF comme un indice de culpabilité, ce qui semble par ailleurs systématique puisque la direction des enquêtes de l'AMF a notamment souligné, lors de son 15^{ème} colloque (qui a eu lieu le 5 octobre 2022)²²³ que d'une manière générale et indépendamment d'une répression spécifique de l'entrave à l'enquête, il est tenu compte du défaut de coopération des personnes mises en cause dans l'application des sanctions²²⁴. Le renforcement donc de la présomption d'innocence suite à cet arrêt de la CJUE, bien qu'étant un apport important dans la répression des abus de marché, reste en réalité très relatif ; l'invocation d'un tel droit au silence pourrait continuer à faciliter la constitution future de présomptions de culpabilité par l'AMF. La frontière reste donc encore particulièrement ténue entre l'étendue des pouvoirs des enquêteurs de l'AMF et le manquement ou délit d'entrave ainsi que le droit de se taire et de ne pas concourir à sa propre incrimination de la personne suspectée²²⁵.

B. Les conséquences de l'exclusion du contradictoire

L'exclusion du contradictoire lors de la phase d'enquête des abus de marché comporte également des dangers pour la présomption d'innocence de la personne suspectée en raison de son absence de participation positive à cette phase **(1)**, ainsi que des dangers que peut représenter la lettre circonstanciée **(2)**.

Pour une réponse négative : H. LE NABASQUE, « Le droit au silence », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB, RDBF*, mai- juin 2021, n° 3, repère 3 : estimant que le droit au silence consacré par l'arrêt *DB c. Consob* « ne va pas jusqu'à faire naître un droit à la confidentialité des informations détenues par la personne auditionnée ». V. aussi : N. IDA, *op. cit.*, p. 121.

²²² P. PAILLER, « Abus de marché - La Cour de justice de l'Union européenne consacre le droit au silence de la personne physique poursuivie », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB, Revue de Droit bancaire et financier* n° 2, Mars 2021, comm. 42.

²²³ AMF, 15^e colloque de la Commission des sanctions – vidéos et discours, oct. 2022. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/colloques-et-conferences-de-lamf/15e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-discours>.

²²⁴ V. art. L. 621-15, III ter du CMF énonçant que « dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment : du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause ».

²²⁵ D. MARTIN, « La coopération forcée aux enquêtes de l'AMF est-elle euro compatible ? », *JCP G* 2013, doctr. 1226.

1. Les conséquences du caractère non-contradictoire de l'enquête

En effet, conformément à la jurisprudence judiciaire et administrative²²⁶, qui est conforme à celle du Conseil Constitutionnel et de la CEDH²²⁷, l'enquête diligentée par l'AMF ne respecte pas le principe du contradictoire. Or, l'absence d'application d'un tel principe emporte des conséquences au regard de la présomption d'innocence du suspect puisqu'il sera ensuite plus aisé pour l'AMF de dégager des présomptions de culpabilité ultérieures par la constitution du rapport d'enquête.

En effet, les personnes suspectées ne disposent pas, tout d'abord, du droit de s'expliquer auprès des enquêteurs²²⁸. La Commission des sanctions de l'AMF décide en effet que les services d'enquête déterminent « librement la nature et l'étendue de leurs investigations, notamment les auditions auxquelles il convient de procéder »²²⁹. Or cette absence de prise en compte des observations de la personne suspectée a une influence considérable voire déterminante dans l'élaboration du rapport d'enquête ultérieur et ne met pas la personne suspectée en mesure de se défendre adéquatement, comme l'exige pourtant l'effectivité de la présomption d'innocence²³⁰. Même si cela peut arriver en pratique²³¹, cela ne relève d'aucun caractère obligatoire et n'est donc pas systématique²³². Or, comme le souligne un auteur, le fait que les services de l'AMF « puissent poursuivre un raisonnement, parfois s'y enfermer, sans jamais ressentir le besoin de le confronter aux explications et arguments de la personne concernée »²³³ paraît incompatible avec le respect effectif de la présomption d'innocence.

Néanmoins, la charte de l'enquête de l'AMF, bien que n'ayant aucun caractère obligatoire comme elle le rappelle, précise désormais que l'enquêteur « entend, dans la mesure du possible, toute personne susceptible d'être mise en cause dans le rapport d'enquête, afin que celle-ci puisse apporter des explications et (...) pièces complémentaires »²³⁴. Cette disposition permet de minimiser l'atteinte au respect effectif de la présomption d'innocence et redonner une marge de manoeuvre à la personne suspectée lors de la phase d'enquête.

Néanmoins, cette marge reste faible puisque l'absence du contradictoire lors de cette phase se retrouve également à travers l'absence du droit de faire interroger des témoins à décharge. N. Ida relève toutefois qu'il est possible de supposer « qu'en l'absence de décision sur ce point, un refus répété et sans aucune explication des enquêteurs d'entendre un témoin pourrait être considéré comme une violation du droit à la présomption d'innocence »²³⁵. La charte de l'enquête de l'AMF précise bien également que les enquêteurs sont tenus d'assurer la sécurité juridique et que « le dossier d'enquête

²²⁶ Cass. com., 6 févr. 2007, n°05-20.811 ; Cass. com., 9 janv. 2019, n° 16- 14.727, 16- 14.866 et 16- 18.201 ; CE, 6e et 4e ss.- sect., 30 juill. 2003, *Dubus SA, Banque d'escompte et Wormser Frères réunis*, n° 240884 ; CE, 6e et 1re ss.-sect. réunies, 3 févr. 2016, n° 369198 ; CE, 6e et 5e ch. réunies, 6 nov. 2019, n° 414659.

²²⁷ Cons. const., 29 déc. 1984, *Loi de finance pour 1985*, n°84- 184 DC, §35 ; CEDH, 9 avr. 2015, *A. T. c. Luxembourg*, n° 30460/ 13, §79.

²²⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 286.

²²⁹ AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13 ; AMF, comm. sanct., 4 août 2021, *Sté Amundi Asset Management et alii*, SAN-2021-14.

²³⁰ V. Section 2 §1 B de l'introduction.

²³¹ C. ARSOUZE, « Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions », *Joly éditions*, 2008, n° 185 et 187.

²³² N. IDA, *op. cit.*, p. 288.

²³³ AMAFI, « Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers », 20 juill. 2009, n° 29, p. 22.

²³⁴ La charte de l'enquête AMF, 27 sept. 2021, p. 18.

²³⁵ Corroboré par E. BOURETZ et J.- L. EMERY, « Autorité des marchés financiers et Commission bancaire, Pouvoirs de sanction et recours », *Revue Banque coll. Droit- Fiscalité*. 2008, n° 34, p. 34.

doit comporter tous les éléments à charge ou à décharge, quel que soit leur support, ayant contribué au déroulement de l'enquête »²³⁶. Mais l'on voit mal comment les enquêteurs pourraient constituer des éléments à décharge si la personne suspectée ne peut intervenir de manière active et efficace lors de cette phase. Cela est de plus particulièrement dommageable en cas d'enquête de longue durée puisque les preuves à décharges seront plus difficiles à recueillir ou plus lacunaires²³⁷. Or la précision des témoignages peut revêtir une importance primordiale dans le cadre des enquêtes pour abus de marché : « que l'on songe par exemple à la prise en compte (du témoignage) pour établir la détention d'une information privilégiée de la date, voire de l'heure précise d'un contact entre le mis en cause et un initié »²³⁸.

Ainsi, sans pour autant créer une présomption de culpabilité, cette absence de droit d'interroger les témoins à décharge joue sur la possibilité du futur mis en cause de renverser les présomptions de culpabilité qui lui seront ultérieurement avancées.

2. Les dangers de la lettre circonstanciée

Un semblant de contradictoire a néanmoins été réintroduit lors de la phase d'enquête en introduisant la possibilité pour les personnes suspectées et potentiellement mises en cause de s'exprimer avant la transmission du rapport d'enquête au Collège de l'AMF. Il s'agit de la possibilité de faire des observations suite à la lettre circonstanciée transmise par les enquêteurs qui va relater les éléments de fait et de droit relevés lors de l'enquête²³⁹. La décision d'ouvrir ou non une procédure de sanction est alors prise sur une base plus équilibrée, puisque la réponse à la lettre permet aux enquêteurs de corriger leurs erreurs et d'améliorer leur rapport d'enquête ultérieur. Cette lettre peut également réduire les risques injustifiés d'une atteinte à la réputation de la personne²⁴⁰. Toutefois, les observations avancées par la personne suspectée peuvent également amener les enquêteurs à retenir de nouveaux éléments à charge contre elle²⁴¹.

De plus, comme le relève N. Ida, la lettre circonstanciée ne constitue qu'une synthèse des éléments recueillis lors de l'enquête et les enquêteurs n'ont pas l'obligation de communiquer les pièces nécessaires voire pertinentes à la compréhension de la lettre aux personnes suspectées²⁴². Ils sont libres de communiquer les observations et pièces qu'ils estiment utiles, empêchant ainsi aux personnes suspectées de contester utilement les reproches formulés. En effet, de nombreux auteurs soulignent que ce nouveau droit de réponse sert en réalité l'accusation²⁴³ et lui permet d'affiner leurs griefs et

²³⁶ La charte de l'enquête AMF, 27 sept 2021, p. 15.

²³⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 289.

²³⁸ CLUB DES JURISTES, « Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives », mai 2012, n° 88, p. 52, note 100. Disponible en ligne sur : https://www.leclubdesjuristes.com/wp-content/uploads/2012/05/Rapport_Principes-communs-pour-les-autorités-administratives-dotées-dattributions-répressives_Mai-2012.pdf.

²³⁹ Procédure introduite par le décret n°2010-1524 du 8 déc. 2010 pris en application de la loi n°2010-1249 de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, à l'article 144-2-1 du Règlement général de l'AMF.

²⁴⁰ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.580.

²⁴¹ AMF, comm. sanct., 28 juin 2016, SAN-2016-09.

²⁴² N. IDA, *op. cit.*, p. 296. V. aussi : AMF, comm. sanct., 3 mars 2015, SAN- 2015- 04.

²⁴³ M. SAMUELIAN, note ss. AMF, comm. sanct., 17 avr. 2020, *Stés Elliott Advisors UK Limited et Elliott Capital Advisors LP*, SAN-2020-04, *BJB* mai 2020, n°119a9, p. 52 ; P. JAÏS, « La lettre circonstanciée dans la procédure d'enquête AMF : un premier pas vers le contradictoire ? », *JCP* n°23, 3 juin 2013. doctr. 660 : « Alors qu' « une juste application du principe du contradictoire et de la présomption d'innocence impose que la défense s'exprime en dernier (...) les moyens de défense présentés par la personne concernée dans sa réponse à la lettre circonstanciée pourront être

« *ajuster leur axe d'attaque* »²⁴⁴ avant d'envoyer leur rapport au Collège, en s'appuyant sur les failles de l'argumentation, et en avançant ainsi les réponses présentées par le suspect s'il se contredit ultérieurement lors de l'utilisation de la méthode du faisceau d'indices²⁴⁵. Ainsi là encore, il est fait atteinte dans une certaine mesure, à la présomption d'innocence et son effectivité puisque la personne suspectée se voit limitée dans sa possibilité de constituer des preuves à décharge et de combattre les présomptions de culpabilité ultérieures. Il pourrait même être considéré qu'elle contribue à la constitution des futures présomptions de culpabilité édictées par l'AMF.

SECTION 3 : La fin de l'enquête

La fin de l'enquête se matérialise par la constitution unilatérale du rapport d'enquête par les enquêteurs de l'AMF, en raison de leur liberté dans la sélection des observations de la personne suspectée (A) et des pièces du dossier (B).

A. La liberté des enquêteurs dans la prise en compte des observations des personnes suspectées

Les enquêteurs de l'AMF érigent en effet un rapport d'enquête à l'issue de l'enquête²⁴⁶, qui sera ensuite communiqué au Collège qui décidera ou non de l'opportunité des poursuites sur le fondement de celui-ci²⁴⁷. Ce rapport peut prendre en compte les rapports « *d'experts* » et de « *corps de contrôles extérieurs* »²⁴⁸ mandatés par ces derniers au libre choix des enquêteurs. Ce libre choix se manifeste également au regard de la prise en compte des observations des personnes suspectées. Pour l'AMF, le fait que le rapport d'enquête ne fasse l'objet d'aucune modification à la suite des observations de la personne mise en cause « *n'est pas critiquable dès lors qu'il reflète le travail effectué par la mission d' (enquête) auquel les mis en cause ont pu répondre par des observations qui avaient vocation à être soumises au Collège de l'AMF ou à une de ses commissions spécialisées, seule instance à pouvoir décider, au vu de l'ensemble de ces éléments, de notifier ou non des griefs* »²⁴⁹. Elle a également retenu qu'il importe peu que le président de l'AMF ait omis de citer ces observations en notifiant les griefs et en saisissant la Commission de sanctions²⁵⁰.

Cette sélection unilatérale dans la prise en compte des observations par les enquêteurs limite ainsi également l'effectivité de la présomption d'innocence par l'absence de possibilité réelle pour la personne suspectée de se défendre et de préparer efficacement sa défense ultérieure en cas de mise en cause. Cette situation facilite la constitution des présomptions de culpabilité de fait et de droit ultérieures et semble également contrevenir à la charte de l'enquête qui précise que les enquêteurs retiennent les éléments à charge et à décharge²⁵¹.

utilisés par les enquêteurs au sein du rapport d'enquête en vue de soutenir la cause de l'accusation, et ce sans nouveau droit de réponse ».

²⁴⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 298.

²⁴⁵ *Ibid.* V. par exemple : AMF, comm. sanct., 9 juill. 2014, *MM. Sicakyuz*, SAN-2014-14.

²⁴⁶ Article R621-36 du CMF.

²⁴⁷ Article L621-15 du CMF.

²⁴⁸ Article L621-9-2 du CMF.

²⁴⁹ AMF, comm. sanct. 25 févr. 2013, *Société Interfi SA*, SAN-2013-06.

²⁵⁰ *Ibid.*

²⁵¹ La charte de l'enquête AMF, 27 sept. 2021, p.15.

B. La liberté des enquêteurs dans la constitution du dossier probatoire

Le fait que la personne suspectée soit limitée dans sa possibilité d'influencer la constitution du rapport d'enquête se retrouve également dans le choix des pièces à intégrer au rapport²⁵². Cette sélection des pièces du dossier arrive notamment lorsqu'il existe un nombre important de pièces. Or, elle risque de soustraire de la procédure les éléments à décharge du mis en cause²⁵³. Une telle pratique n'est néanmoins pas susceptible, selon la Commission des sanctions, d'entraîner la nullité de la procédure sauf s'il est établi que l'AMF a manqué à son devoir de loyauté et que des éléments déterminants quant à l'issue de la procédure ont été soustraits du dossier²⁵⁴, comme cela a pu être confirmé par les juges²⁵⁵. Cette solution est motivée de nouveau par des considérations d'efficacité de la répression des abus de marché et porte également atteinte à la présomption d'innocence du suspect et à son effectivité. Comme le relève un auteur, cette solution « *n'est en réalité que l'une des nombreuses manifestations de la présence en droit financier d'une preuve frisant la preuve diabolique mise à la charge des mis en cause devant l'AMF, qui menace leur droit fondamental à la présomption d'innocence* »²⁵⁶. Il est en effet difficile, voire impossible pour la personne suspectée, de démontrer qu'une pièce écartée du dossier par les enquêteurs a pu avoir une incidence sur l'exercice de ses droits de la défense, si elle en ignore son existence²⁵⁷.

La révélation tardive d'une pièce est, de plus, susceptible de désorganiser la stratégie de défense de la personne suspectée de manière non négligeable. Cette solution conduit le mis en cause « *à devoir démontrer le tort qu'a pu lui causer une production tardive, ou répondre aux arguments présentés seulement en séance par l'AMF, ce qui laisse peu de place à la réflexion et sans doute beaucoup plus à l'improvisation* »²⁵⁸. En effet, il n'aura pas bénéficié du temps et des mesures nécessaires pour préparer utilement sa défense et démontrer ainsi le préjudice que lui aurait causé le fait, par l'AMF, de ne pas avoir attaché le document en question au rapport²⁵⁹. Une telle situation le prive de plus de la possibilité de changer efficacement sa défense en cours de procédure, celle-ci étant en effet le plus souvent arrêtée sur le fondement du rapport d'enquête²⁶⁰. Un auteur allègue précisément que cette

²⁵² AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, *M. Benoit Muller*, SAN-2013-05 ; AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15 ; AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, *Sté Sofiro et autres*, SAN-2018-17.

²⁵³ B. KEITA, *op. cit.*, p.150.

²⁵⁴ AMF, comm. sanct., 21 juin 2007, SAN-2007-28 ; AMF, comm. sanct., 4 décembre 2008, SAN-2009-06 ; AMF, comm. sanct., 20 février 2013 SAN-2013-05.

²⁵⁵ Cass. com., 20 sept. 2011, n° 10-13.911 ; CEDH, 30 juin 2011, *Messier c. France*, n°25041/07 ; CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 5 janv. 2010, n°2009/ 06017 : « le fait que l'AMF ait procédé à une sélection des pièces du dossier finalement soumises à la Commission des sanctions n'est pas, en soi, de nature à vicier la procédure à moins qu'il ne soit démontré que, manquant à son devoir de loyauté, elle n'ait distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par la Commission des sanctions, puis le cas échéant par la cour d'appel, du bien-fondé des griefs retenus ou qu'elle a porté concrètement atteinte aux droits de la défense », confirmé par la Cour de cassation (Cass. com., 20 sept. 2011, n°10- 13.911, 10- 13.591 et 10- 13.878).

²⁵⁶ H. BARBIER, « L'évolution du droit financier au contact des droits fondamentaux », dans J.-J., ANSAULT ; L. D'AVOUT, N. BINCTIN, D. GALLOIS-COCHET, I. TREMEAU, « Mélanges en l'honneur du professeur Michel Germain », *LexisNexis-LGDJ*, 2015, p. 75.

²⁵⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 310.

²⁵⁸ P. GOUTAY, « Le devoir de loyauté devant la Commission des sanctions », note ss. Cass. com., 20 sept. 2011, n°10- 13.911, 10- 13.591 et 10- 13.878, *BJB* janv. 2012, n° JBB-2012-0012, p. 6.

²⁵⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 312.

²⁶⁰ D. BOMPOINT, « Les droits de la défense sont-ils plus flexibles que les règles d'information du marché ? », note ss. CA Paris, p. 5, ch. 7, 9 sept. 2010, n° 2010/ 00128, *BJB* avr. 2011, n°JBB-2011-0113, p. 231 : « c'est donc à cette époque, très en amont de la phase de jugement, que l'avocat de la personne poursuivie arrête la stratégie de défense, au vu de ce que contient alors le dossier des services d'enquête. C'est en fonction des pièces qui s'y trouvent que l'avocat peut décider, par exemple, d'orienter voire de concentrer sur l'élément matériel du manquement, ou plutôt sur son élément intentionnel, la contestation des griefs notifiés par l'AMF. Si l'avocat ignore, lorsqu'il fait cette pesée,

situation impose au justiciable « *un renversement de présomption quasi-impossible* »²⁶¹. Or, si la charte de l'enquête de l'AMF précise parmi les droits de la personne suspectée que les enquêteurs respectent un principe de transparence en introduisant dans le dossier d'enquête un « *sommaire détaillé des pièces qui le composent* », l'absence de normativité de ce document²⁶² ne permet pas d'affirmer son caractère salvateur.

Une fois encore donc, il est portée atteinte à l'effectivité de la présomption d'innocence du suspect par la limitation du droit et de la possibilité de celui-ci d'imposer l'insertion d'éléments qui reflèteraient son innocence au sein du rapport d'enquête. Cette limitation a une influence sur l'opportunité des poursuites et sur la possibilité de combattre les futures présomptions de culpabilité. De même, elle facilite la caractérisation ultérieure de présomptions de culpabilité pour l'AMF, par la préconstitution de certains faits et par la difficulté pour le mis en cause de préparer efficacement sa défense.

Ainsi, la phase d'enquête devant l'AMF est particulièrement attentatoire à la présomption d'innocence par l'instauration d'un contexte propice à la création, au développement et au renforcement de présomptions de culpabilité, à la fois à travers l'exclusion presque totale du contradictoire, la difficulté de respecter le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination face au délit ou au manquement d'entrave, ainsi que la constitution unilatérale du rapport d'enquête. Le rapport de force probatoire s'exprime donc dès la phase d'enquête en une difficulté accrue pour la personne suspectée, difficulté qui va notamment être corroborée par la méthode du faisceau d'indices et les présomptions de droit élaborées par l'AMF afin de caractériser les abus de marché.

CHAPITRE 2 : L'ATTEINTE EXISTANTE A LA PRÉSOMPTION D'INNOCENCE, UNE MULTICPLICITÉ DE PRÉSOMPTIONS

Cette atteinte à la présomption d'innocence au sein des abus de marché s'explique à la fois par l'édition de présomptions de culpabilité de fait (**section 1**) mais aussi de droit (**section 2**).

l'existence d'une pièce qui aurait pu modifier son appréciation des chances de succès d'un axe de défense qu'il a éventuellement choisi de peu ou pas développer, il lui sera très difficile de remettre cet axe en avant de manière crédible si cette pièce lui est révélée juste avant l'audience de jugement ».

²⁶¹ A.-C. MULLER, obs. ss. Cass. com., 20 sept. 2011, n°10- 13.911, 10- 13.591 et 10- 13.878, *Dr. et patr.* n° 213, avr. 2012, chron. 117.

V. aussi : E. DEZEUZE et M. FRANÇON, « L'AMF ne relâche toujours pas son étau sur les initiés », note ss. AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, *M. Muller*, SAN- 2013- 05, *BJB* mai 2013, n°JBB-2013-0092, p. 224

: « le justiciable confronté à une éventuelle dissimulation par les enquêteurs d'un élément à décharge se trouve ainsi enserré dans une diabolique dialectique prétorienne, d'où il ne peut sortir que perdant : soit il n'a pu avoir accès à la pièce ou la preuve qui le disculpe et, incapable d'en prouver l'existence, inapte à en démontrer la portée sur le débat, il voit sa demande d'annulation rejetée, son moyen manquant en fait. Soit il réussit à prendre connaissance de l'existence de cette preuve et peut en établir le contenu et la portée ; mais bénéficiant alors d'un débat désormais pleinement contradictoire, il ne peut plus arguer du grief d'avoir été privé d'un moyen de défense ».

²⁶² A.-C. ROUAUD, obs. ss. AMF, comm. sanct., 25 juin 2013, *société LMVH*, SAN-2013-15, *Banque et Dr.* n° 151, septembre-octobre 2013, p. 29.

SECTION 1 : Les atteintes conséquentes à la présomption d'innocence par les modalités de fonctionnement des autorités répressives : l'instauration de présomptions de fait

La présomption d'innocence et son effectivité sont en effet mises à mal par des présomptions de culpabilité qui viennent se matérialiser dans la répression des abus de marché tant par le fonctionnement de l'AMF (§1) que par le fonctionnement du PNF (§2).

§1. L'atteinte par les modalités de fonctionnement de l'AMF

L'AMF porte atteinte à la présomption d'innocence du mis en cause par l'édiction de présomptions de culpabilité de fait, qui se matérialisent à la fois à travers l'utilisation d'une méthode du faisceau d'indices (A), mais aussi à travers la collaboration avec le PNF et les autorités étrangères (B) afin de caractériser les éléments des manquements.

A. Des atteintes matérialisées à travers la preuve par faisceau d'indices

La méthode du faisceau d'indices élaborée par l'AMF (1) facilite la preuve de certains manquements, et tend de plus en plus à se multiplier (2). Elle présente des limites non négligeables (3), ne permettant pas, dès lors, d'assurer simultanément une protection effective de la présomption d'innocence.

1. La preuve par faisceau d'indices

La méthode du faisceau d'indices permet de rapporter la preuve de la réalisation d'un manquement malgré l'absence de preuves formelles. L'AMF recourt ainsi à cette méthode²⁶³, qui a été validé par les juges suprêmes²⁶⁴ afin de prouver certains abus de marché dont la découverte et l'établissement de preuves directes sont particulièrement difficiles²⁶⁵. L'ancienne présidente de la Commission des sanctions définissait cette méthode probatoire comme une méthode fondée sur « *de multiples indices qui sont d'abord examinés isolément, puis dans leur ensemble et en tenant compte des explications du mis en cause. Si à l'issue de cet examen de nombreux indices vont dans le même sens et permettent de penser que le manquement reproché a bien été commis et que les explications du mis en cause ne permettent pas d'invalider cette analyse, (la Commission) en tir (e) les conséquences* »²⁶⁶.

Deux exigences doivent néanmoins être retenues afin de pouvoir recourir à cette méthode pour prouver l'abus de marché. Il faut que l'AMF caractérise un « *faisceau d'indices graves, précis et*

²⁶³ COB, 24 sept. 2002, *MM. Brunelli et Anti*, Bull. mens. COB n° 374, déc. 2002, p. 39 ; AMF, comm. sanct., 23 nov. 2006, SAN-2007-02 ; AMF, comm. sanct., 28 sept. 2012, n° SAN-2012-16 : « L'utilisation d'une information privilégiée peut être établie soit par une preuve tangible soit, à défaut, par un faisceau d'indices précis et concordants dont il résulte que seule la détention d'une telle information peut expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé » ; AMF, comm. sanct., 29 mars 2007, SAN-2007-13 ; AMF, comm. sanct., 25 juin 2009, SAN-2009-26.

²⁶⁴ CE, 6^e et 1^{er} ss-sect. réunis, 30 déc. 2010, n°326987 ; CE, 6^e et 1^{er} ss-sect. réunis, 29 mai 2012, n° 344589 ; CE, 6^e et 1^{er} ss-sect. réunis, 24 avr. 2012, n° 338786 et 338929 ; Cass. com., 1^{er} juin 2010, n°09-14.684 ; Cass. com., 11 juin 2013, n°12-13.961, 12-14.401, 12-14.584, 12-14.595, 12-14.597, 12-14.598, 12-14.624, 12-14.625, 12-14.632 et 12-14.648 ; Cass. com., 29 juin 2007, n°07-10.303, 07-10.354 et 07-10.397 ; Cass. com., 20 sept. 2011, n°10-13.591 ; Cass. com., 28 mai 2013, n°12-20.060.

²⁶⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 427.

²⁶⁶ M.- H. TRIC, « Dans les coulisses de la Commission des sanctions de l'AMF », *BJB* nov. 2013, n° 11, entretien p. 513.

concordants », ainsi que « *l'absence de toute autre explication crédible* »²⁶⁷. Cette double exigence permet donc de limiter les risques d'atteintes à la présomption d'innocence du mis en cause puisqu'elle impose, en principe, que la charge de la preuve pèse sur l'accusation et que tout doute profite à l'accusé. Par ailleurs, cette méthode constitue bien une véritable présomption de culpabilité²⁶⁸ puisque l'on retrouve notamment la définition de présomptions du fait de l'homme consacrée à l'article 1353 du Code civil, qui dispose qu'elles sont « *abandonnées à la lumière et à la prudence du magistrat, qui ne doit admettre que des présomptions graves, précises et concordantes* ».

De plus, selon l'AMF, cette méthode du faisceau d'indices n'opère pas un renversement de la charge de la preuve et ne méconnaît aucun principe fondamental, dès lors que sont « assurés les droits de la défense et que de indices concordants induisent raisonnablement la vraisemblance du manquement allégué »²⁶⁹. On retrouve donc dans cet attendu les exigences et conditions posées par le Conseil constitutionnel pour édicter des présomptions de culpabilité. En effet, il s'agit bien de se fonder sur des faits connus pour déduire un fait inconnu²⁷⁰. La caractérisation d'un manquement d'abus de marché par cette méthode doit donc répondre à la fois aux deux exigences qui lui sont propres, posées par les juges et membres de la Commission des sanctions, mais également aux conditions requises pour déroger à la présomption d'innocence par des présomptions de culpabilité, à savoir le caractère réfragable des indices avancés, le respect des droits de la défense du mis en cause et la vraisemblance raisonnable de l'imputabilité induite par les faits. Il s'agit donc bien d'une méthode conforme à la présomption d'innocence en théorie, dans le respect des exigences susdites. Pour certains auteurs, plus qu'une véritable présomption qui renverserait la charge de la preuve sur le mis en cause, elle n'entraînerait qu'un allègement de celle-ci pour l'autorité de poursuite²⁷¹.

Toutefois, plusieurs débats doctrinaux ont notamment vu le jour quant à la légitimité du principe même de cette méthode et de ses modalités de mise en œuvre. En effet, cette dernière n'est pas nécessairement subsidiaire et l'AMF peut y recourir sans démontrer l'impossibilité d'obtenir une preuve tangible de l'élément constituant le manquement²⁷². Le recours à cette méthode a ainsi pu être

²⁶⁷ Une multitude d'indices, précis, graves et concordants, « desquels il résulte que, seule cette détention permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé, sans que la poursuite n'ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue à la personne qui l'a utilisée, mais à condition que le rapprochement de ces indices l'établisse sans équivoque et que les justifications avancées par les personnes poursuivies ne permettent pas d'écarter les soupçons et indices motivant les poursuites » (AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN-2019-05 ; AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-02).

²⁶⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 429.

²⁶⁹ M. GIACOPELLI et N. CATELAN, « Délit et manquement d'initiés », *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale Dalloz*, mai 2015, actualisation : octobre 2017, n°89. V. par ex : AMF, comm. sanct., 7 juin 2007, SAN-2007-19.

²⁷⁰ R. VABRES, « Abus de marché - Utilisation d'une information privilégiée par des salariés », note ss. AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-03, *Dr. sociétés* n°5, mai 2019, comm. 91.

²⁷¹ N. IDA, « Marché financier - Délit d'initié : la preuve par faisceau d'indices à l'épreuve de la présomption d'innocence », ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *la Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 14, 7 avr. 2022, p. 1150.

V. aussi : S. TORCK, note ss. AMF, comm. sanct., 7 juin 2007, SAN-2007-19, *RDBF* 2007, comm. 199.

²⁷² CA Paris, p. 5-7, 5 janv. 2010, n°2009/06017. Bien que l'AMF précise dans plusieurs de ses décisions que le recours à cette méthode se fait « à défaut de preuve tangible » (AMF, comm. sanct., 9 juill. 2014, *MM. Sicakyuz*, SAN-2014-14 ; AMF, com. sanct. 25 avr. 2019, SAN-2019-05 ; AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-02), le recours à cette méthode par l'AMF est devenu le principe (M. GIACOPELLI, N. CATELAN, « Délit et manquement d'initiés », *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale Dalloz*, mai 2015, actualisation : octobre 2017, n°89 ; AMF, comm. sanct., 23 déc. 2008, SAN-2009-27 et CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 5 janv. 2010, n° 09/06017 ; Cass. com., 20 sept. 2011, n°10-13.591 et 10-13.911 ; CA Paris, 27 mars 2012, n°2011/08526.

qualifié d'« injure à notre système répressif »²⁷³, qui ne mériterait pas de constituer un « concept juridique (en raison) du risque élevé d'injustice que son utilisation entraîne »²⁷⁴. Ces critiques mettent en exergue le conflit qui existe ici encore entre le respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause et la répression effective des abus de marché face à la spécificité de la régulation des marchés financiers²⁷⁵. En effet, les abus de marché se caractérisent par leur technicité et par l'intervention d'acteurs particulièrement « rompu(s) aux techniques de la finance et à même de camoufler des éléments de preuve »²⁷⁶. Une telle analyse a en effet été soutenue par le Conseil d'Etat qui a précisé que « le caractère nécessairement secret et volontairement dissimulé des opérations fautives ne permet généralement pas de disposer de preuves directes à l'encontre des personnes mentionnées à l'article 5 du règlement »²⁷⁷. De même l'ancien secrétaire général de l'AMF, T. Francq, a précisé que « l'utilisation de ce faisceau d'indices dans le domaine de la régulation financière est à la fois nécessaire et légitime (...) parce que l'on sait très bien, notamment en matière d'initié mais pas seulement, que la preuve matérielle est dans la plupart des cas impossible à obtenir »²⁷⁸.

2. L'extension du champ d'application de la preuve par faisceau d'indices

Cette méthode du faisceau d'indices a tout d'abord été utilisée afin de prouver les manquements d'initié. En effet, la première application de cette méthode se retrouve dans une décision de la COB du 24 septembre 2002²⁷⁹, qui fut par la suite confirmée par la Cour d'appel de Paris²⁸⁰, et reprise par la Commission des sanctions de l'AMF²⁸¹. Elle était initialement utilisée pour rapporter la preuve de plusieurs faits au sein même du manquement d'initié par utilisation, à savoir la détention d'une information privilégiée²⁸², son utilisation²⁸³, et la conscience du caractère privilégié de celle-ci. Toutefois, en raison de sa souplesse et flexibilité, cette méthode s'est très vite vue élargie au manquement d'initié par recommandation ou incitation²⁸⁴ en raison de sa difficulté probatoire.

Elle a également été étendue à d'autres manquements d'abus de marché en raison de son efficacité, telle que la divulgation illicite d'information privilégiée ainsi que les manipulations de cours²⁸⁵ mais aussi, dans l'affaire Elliott²⁸⁶, au manquement d'entrave à l'enquête.

²⁷³ D. BOMPOINT, « Manquement d'initié- équivoque et faisceau d'indices », note ss. Cass. com., 1er juin 2010, n° 09-14.684, F-D, AMF c. Benais, *RDBF* n°5, sept. 2010, comm. 199.

²⁷⁴ D. BOMPOINT, « Nouvelle utilisation du faisceau d'indices », *RDBF* 2010, n°3, comm. 116.

²⁷⁵ B. KEITA, *op. cit.*, p.217.

²⁷⁶ *Ibid*, p. 218.

²⁷⁷ CE, 6^e et 1^{er} ss section, 30 déc. 2010, n°326987 ; CE, 6^e et 1^{er} ss sect., 22 mai 2012, n°344589.

²⁷⁸ T. FRANCK, dans 3^e colloque de la Commission des sanctions : transcription des débats, table ronde n°2, « Le manquement d'initié : données récentes », Paris, 18 oct. 2010, p. 9. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l%27AMF%20%20transcription%20des%20d%C3%A9bats%20-%20Table%20ronde%20deg%20le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf. V. aussi : M.- H. TRIC, « Dans les coulisses de la Commission des sanctions de l'AMF », *BJB* nov. 2013, n° 11, entretien p. 513.

²⁷⁹ COB, 24 sept. 2002, *MM. Brunelli et Anti*, Bull. mens. COB n° 374, déc. 2002, p. 39 ; COB, 7 oct. 2003, *C. Barber*, Bull. mens. COB n° 383, oct. 2003, p. 31.

²⁸⁰ CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 1^{er} avr. 2003, *Brunelli et Anti c. COB*, n°2002/18613

²⁸¹ AMF, comm. sanct., 23 nov. 2006, SAN-2007-02.

²⁸² CE, 6^e et 1^{re} ss.- sect. réunies, 6 avr. 2016, n°374224.

²⁸³ V. par ex : AMF, comm. sanct., 22 mai 2008, SAN-2008-19 ; AMF, comm. sanct., 25 sept. 2008, SAN-2009-04 ; AMF, comm. sanct., 18 nov. 2010, SAN-2010-28.

²⁸⁴ B. KEITA, *op. cit.*, p. 225. V. aussi : AMF, comm. sanct., 16 avr. 2013, SAN-2013-11.

²⁸⁵ CE, 6^e et 1^{re} ss.- sect. réunies, 20 mars 2013, n° 356476 ; AMF, comm. sanct., 13 déc. 2010, *Sté Wendel SA, M. Bernard Lafonta et Deutsche*, SAN-2011-02.

Or, en ce qui concerne la communication d'information privilégiée, la Commission des sanctions exigeait traditionnellement des éléments de preuves tangibles et précis²⁸⁷ et écartait ainsi l'application de la méthode du faisceau d'indices. Elle a néanmoins fait évoluer récemment sa jurisprudence en retenant l'application d'une telle méthode pour ce manquement²⁸⁸, confirmée par la Cour d'appel de Paris²⁸⁹.

Pour la manipulation de cours, la Commission des sanctions a notamment fait application de cette méthode dans l'affaire Tocqueville Finance²⁹⁰ qui a ensuite été validé par le Conseil d'Etat, qui a précisé qu'« à défaut de preuve matérielle, la manipulation de cours peut être établie par un faisceau d'indices concordants »²⁹¹. Le fait qu'il ne soit possible de recourir à cette méthode pour manipulation de cours que par défaut, c'est-à-dire en l'absence de preuve tangible, rappelle l'atteinte qu'elle peut porter à la présomption d'innocence. Le manquement de manipulation de cours fait d'autant plus l'objet de l'utilisation de deux méthodes d'indices différentes afin d'être caractérisé. Celle classique de faisceau d'indices de l'AMF, mais aussi une méthode de preuve par extrapolation lorsque l'AMF est confrontée à des masses de données particulièrement importantes, impossibles à analyser de façon exhaustive²⁹². En effet, afin d'assurer l'efficacité et l'effectivité de la répression des manipulations de cours, il a été jugé que « la charge de la preuve appelle (...) aujourd'hui à une technique inédite » puisque « la répression des manipulations de cours a comme principal obstacle l'administration de la preuve. (...) il paraît impossible pour les services de l'AMF, sauf automatisation du contrôle, d'examiner des millions d'ordres passés en quelques jours sinon en quelques heures »²⁹³. Le trading à haute fréquence notamment a en effet rendu plus difficile la caractérisation de la preuve par l'AMF et a facilité ainsi, de l'autre côté, la possibilité pour le mis en cause d'échapper à la répression.

Le premier recours à la preuve par extrapolation s'est matérialisé dans l'affaire Kray trading²⁹⁴ où la Commission des sanctions a rejeté celle-ci telle que proposée par les enquêteurs en retenant qu'en l'espèce, la preuve rapportée était insuffisante²⁹⁵. Toutefois, elle l'a admise sous certaines conditions²⁹⁶ : il est ainsi possible d'étendre le constat d'une manipulation de cours identifiée un jour

²⁸⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 429 : « la Commission des sanctions ayant pris en considération le délai de réponse empêchant les enquêteurs d'appréhender les conditions et modalités d'acquisition d'instruments financiers faisant l'objet de l'enquête, la limitation des documents fournis aux enquêteurs, ainsi que la remise de documents sélectionnés au moyen d'une recherche par mots-clés, alors que la demande des enquêteurs était suffisamment claire et précise pour les identifier de manière exhaustive » (à propos de : AMF, comm. sanct., 17 avr. 2020, *Stés Elliott Advisors UK Limited et Elliott Capital Advisors LP*, SAN- 2020-04).

²⁸⁷ AMF, comm. sanct., 20 nov. 2008, *M. M. Frydman, G. frydman, X et Y*, SAN-2009-09 ; AMF, comm. sanct., 7 févr. 2008, SAN-2008-08.

²⁸⁸ AMF, comm. sanct., 18 oct. 2013, *MM. Joseph Raad et Charles Rosier*, SAN-2013-22 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2014, *Sté Elliott Advisors UK Ltd et Elliot Management Corporation*, SAN-2014-03 ; AMF, comm. sanct., 16 mai 2014, *MM. Joseph Raad, Charles rosier, Abraham Benhamron et thomas Xander*, SAN-2014-07.

²⁸⁹ CA Paris, p. 5, ch. 7, 5 janv. 2010, n°2009/06017 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 10 févr. 2011, n°2010/15488.

²⁹⁰ AMF, comm. sanct., 18 oct. 2011, *Société Tocqueville Finance et M. Marc Tournier*, SAN-2011-19 ; AMF, comm. sanct., 9 mars 2006, *Sté X, Y, Z et W, M. Yan You Zhang et M. Fabrice Trifarò*, SAN-2006-14.

²⁹¹ CE, 6^e et 1^{ere} ss.-sect., 20 mars 2013, n°356476.

²⁹² N. IDA, *op. cit.*, p. 548.

²⁹³ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 490.

²⁹⁴ AMF, comm. sanct., 12 mai 2011, *Kraay Trading I BV*, SAN-2011-09.

²⁹⁵ Cette solution est ainsi respectueuse de la présomption d'innocence puisque la charge de la preuve doit peser sur l'accusation (O. DUFOUR, « L'AMF durcit le ton ! », *LPA*, 24 mai 2011, n° 102, p. 4).

²⁹⁶ AMF, comm. sanct., 12 mai 2011, *Kraay Trading I BV*, SAN- 2011- 09 : « si ces présomptions avaient été confortées, pour l'un quelconque des titres concernés, par la constatation, sur plusieurs jours de bourse, déterminés de façon aléatoire tout au long de la période poursuivie, de pratiques semblables à celles décrites ci- dessus, ou par la

donné, à une heure donnée, sur un titre donné, à toute une période, voire à d'autres titres, à condition que cela soit corroboré par d'autres preuves complémentaires²⁹⁷. Si l'AMF a pu parler de « *présomption renforcée de manipulation de cours* »²⁹⁸, il ne s'agit donc d'une véritable présomption simple de manipulation de cours que lorsque celle-ci est complétée par des preuves complémentaires. Ces preuves peuvent être, selon la Commission, des sondages aléatoires effectués pour un titre donné tout au long de la période concernée ; la preuve que les logiciels d'intervention utilisés étaient programmés en vue de déployer systématiquement des techniques de manipulations de cours, de sorte que la séquence manipulative s'était nécessairement reproduite ; ou, enfin, tout autre élément de preuve dont il aurait pu être déduit qu'il y avait assurément eu, sur le titre et durant la période visée par la notification de grief, des manipulations de cours²⁹⁹. Ainsi, typiquement, le recours au sondage aléatoire permet, sur la base d'un ensemble d'échantillons examinés, de démontrer un ensemble de manipulations ponctuelles qui permettra de présumer une manipulation de cours sur l'ensemble de la période analysée³⁰⁰. Néanmoins, cette présomption renforce les atteintes potentielles à la présomption d'innocence par la facilité et la multitude des arguments qui peuvent être avancés³⁰¹.

Dès lors, la méthode du faisceau d'indices est utilisée *a minima* pour quatre manquements : celui d'initié, de communication d'information privilégiée, de manipulation de cours, d'entrave à l'enquête et, parfois, plusieurs fois au sein même d'un manquement. Cette logique d'extension et de création de nouveau mécanisme probatoire, comme le témoigne la preuve par extrapolation, correspond à la volonté d'assurer une répression effective des abus de marché, dont la preuve est particulièrement difficile à rapporter pour l'AMF.

Or, ces méthodes renforcent l'atteinte à la présomption d'innocence et à son effectivité et témoignent ainsi de la volonté de privilégier la répression effective des abus de marché au détriment des droits du mis en cause. La méthode du faisceau d'indices correspond en effet à une véritable présomption de fait de culpabilité pour certains auteurs, qui « *frise l'établissement d'une présomption de droit mais qui s'exprime sous la forme d'un faisceau d'indices* »³⁰². C'est notamment le cas au regard de la preuve du manquement d'initié, où l'AMF prend systématiquement en compte trois indices : l'opération doit s'inscrire en dehors des habitudes d'investissement de la personne poursuivie, celle-ci ne peut pas fournir d'explication rationnelle pour justifier son opération et elle a eu une occasion ou un moyen de nature familiale, professionnelle ou sociale d'obtenir l'information privilégiée³⁰³. Le recours à cette méthode probatoire présente de plus des limites non négligeables au regard du respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause qui y est soumis.

démonstration que les logiciels d'intervention utilisés étaient programmés dans le sens d'un recours systématique à de telles pratiques, ou encore par tout autre élément de preuve dont il aurait pu être déduit qu'il y avait assurément eu, sur le titre et durant la période visés par la notification de griefs, des manipulations de cours, celles-ci auraient pu être retenues ».

²⁹⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 552 ; F. BARRIERE, « Manipulation de cours et trading à haute fréquence », note ss. AMF sanct, 4 déc. 2015, *Société Euronext paris*, SAN-2015-20, *BJB* avr. 2016, n°113g3, p. 143.

²⁹⁸ AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 283. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/Recueil_Jurisprudence_2021.pdf.

²⁹⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 553 et 554 ; B. KEITA, *op. cit.*, p. 249. Consacré par : AMF, comm. sanct., 12 mai 2011, *Kraay Trading I BV*, SAN- 2011- 09 ; AMF, comm. sanct., 4 déc. 2015, *Sté Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd*, SAN-2015-20 ; AMF, comm. sanct., 26 mai 2011, SAN-2011-11.

³⁰⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 567.

³⁰¹ B. KEITA, *op. cit.*, p. 250.

³⁰² H. BARBIER et J. GHESTIN, « Traité de droit civil, Introduction générale », 5e éd., t. 2, *LGDJ*, 2020, n° 418, p. 326.

³⁰³ N. IDA, *op. cit.*, p. 438.

3. Les limites substantives à la preuve par faisceau d'indices

Le recours à la méthode du faisceau d'indices porte également atteinte à la présomption d'innocence et entrave son respect effectif en raison de la nécessaire interprétation des indices fournis **(a)** ainsi que la valeur probante spécifique qu'a pu conférer l'AMF à certains indices **(b)**.

a) La subjectivité de la preuve par faisceau d'indices

Malgré l'ensemble des exigences déployé par la jurisprudence pour encadrer l'utilisation de cette méthode par l'AMF, celle-ci reste perçue comme « *forcément imparfaite et souvent insatisfaisante* »³⁰⁴. Elle reste en effet nécessairement subjective et sujette à plusieurs interprétations, potentiellement divergentes³⁰⁵, découlant le plus souvent de la plus ou moins bonne impression que le dossier et la personne poursuivie auront produit sur les membres de la Commission des sanctions³⁰⁶. En effet, c'est « *précisément pour cette raison (que) la preuve par présomptions n'apporte jamais une certitude totale : entre le fait connu et le fait contesté, s'interpose l'appréciation du juge, impartiale certes, mais toujours faillible et subjective* »³⁰⁷. Cette interprétation crée un aléa quant vis-à-vis du respect de la présomption d'innocence puisqu'il s'agit d'une opération de l'esprit³⁰⁸. C'est d'ailleurs ce qui distingue les présomptions de fait des présomptions de droit³⁰⁹. Néanmoins, puisque le doute est censé devoir profiter à l'accusé, la présomption d'innocence est ainsi bafouée, dans une certaine mesure, par ce manque de prévisibilité et de certitude. Pour certains auteurs, elle constitue « *une présomption quasi irréfragable que la Commission des sanctions a établie, balayant tous les arguments visant à trouver une autre explication aux opérations litigieuses* »³¹⁰.

Véritable « *baguette magique de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers* »³¹¹, cette méthode n'est pas à l'abri d'un risque d'arbitraire³¹², tout comme d'une erreur d'appréciation, en raison de la liberté laissée à la Commission des sanctions dans l'appréciation de la valeur des éléments de preuves qui lui sont soumis³¹³. Cette atteinte se matérialise d'autant plus que le

³⁰⁴ J.-J. DAIGRE, obs. ss. AMF, comm. sanct., 16 avr. 2013, SAN-2013-11, *Banque et Dr.* n°148, mars-avr. 2013, p. 22.

³⁰⁵ N. IDA, « Marché financier - Délit d'initié : la preuve par faisceau d'indices à l'épreuve de la présomption d'innocence », ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *la Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 14, 7 avr. 2022, p. 1150.

Exemple de divergence : la Commission des sanctions y a vu des indices insuffisants alors que la Cour d'appel de Paris y voit des indices concordants : CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 3 oct. 2013, n° 2012/11761 et AMF, comm. sanct., 1er déc. 2011, SAN-2012-04.

³⁰⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 287.

³⁰⁷ C. BEUDANT, R. BEUDANT et P. LEREBOURS- PIGEONNIERE, par G. LAGARDE et R. PERROT, « Cours de droit civil français », t. IX, « Les contrats et les obligations », *Rousseau & Cie*, 2e ed., 1953, p. 378.

³⁰⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 43.

³⁰⁹ *Ibid*, p. 510.

³¹⁰ R. VABRES, « Abus de marché - Utilisation d'une information privilégiée par des salariés », note ss. AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-03, *Dr. sociétés* n° 5, mai 2019, comm. 91. Cet auteur ajoute que « la détention d'une information privilégiée, présumée à raison de la fonction ou de la mission de la personne mise en cause (AMF, comm. sanct., 14 janv. 2010, *F. Gaspoz*, SAN-2010-08), expose particulièrement les personnes qualifiées d'initiés primaires et leur impose de réaliser leurs opérations sur titres avec une grande prudence ».

³¹¹ D. BOMPOINT, « Manquement d'initié - Équivoque et faisceau d'indices », comm. ss. AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-03, *Dr. sociétés* n° 5, mai 2019, comm. 91.

³¹² La preuve par présomptions du fait de l'homme a pu être décrite comme « une preuve bien vague », exposée à l'arbitraire du juge (F. LAURENT, « Principes de droit civil français », t. 19, *Bruylant- Christophe et Cie & A. Durand, Pedone- Lauriel*, Bruxelles & Paris, 1876, n° 624, p. 644).

³¹³ N. IDA, *op. cit.*, p. 431.

recours à cette méthode est devenu en pratique le principe, la preuve matérielle l'exception³¹⁴, et qu'elle est corroborée par le refus de prendre en compte certains éléments autrement qu'à charge, tel que le silence de la personne mise en cause³¹⁵. De plus, il n'est pas rare que des décisions de sanction retiennent qu'un élément du faisceau d'indices est avéré sans avoir à le motiver réellement ou sans pouvoir véritablement expliquer comment l'élément constitutif du manquement s'est vu caractérisé³¹⁶.

Même si les juges surveillent parfois l'application exacte de cette méthode et peuvent être amenés à la censurer en cas de dérive de l'AMF³¹⁷, il appartient à la Commission des sanctions d'opérer d'elle-même cette application méticuleuse lorsqu'elle utilise la méthode du faisceau d'indices. Comme il est reproché à l'AMF de n'enquêter parfois qu'à charge, « ignorant la possibilité qu'aucun manquement n'ait été commis (...) », il est également important que la Commission de sanction ne tombe pas dans « les mêmes a priori » lors de l'utilisation de cette méthode³¹⁸. Comme l'a souligné E. Dezeuze, « à défaut, le recours au faisceau d'indices risque de ne devenir qu'un voile destiné à habiller de façon décente et commode les préjugés jouant en faveur ou au préjudice de la personne mise en cause »³¹⁹.

b) La conséquence de la valeur probante de la liste d'initiés

Le danger de la méthode du faisceau d'indices se matérialise également au regard de la valeur probante de la liste d'initiés. Les émetteurs et les tiers en relation avec ces derniers, tels que définis à l'article 18 du Règlement MAR et à l'article L451-4 du CMF qui y renvoie, se voient en effet imposer l'obligation de tenir une liste d'initiés. Elle est d'abord utilisée dans un rôle préventif, puisque les initiés permanents et occasionnels qui y figurent se voient informer et rappeler les obligations d'abstention et de discrétion propres à tout initié. Mais elle joue également un rôle très important dans le processus de sanction des opérations d'initiés³²⁰. Le règlement MAR rappelle par ailleurs l'importance de cette liste lors des enquêtes menées par l'autorité de contrôle qui permet aux enquêteurs de déterminer plus facilement les personnes ayant eu accès à l'information privilégiée.

Néanmoins, la seule présence d'une personne sur la liste d'initiés ne permet pas d'établir la détention d'une information privilégiée puisque cette liste matérialise non pas la possession, mais l'accès à l'information privilégiée³²¹. De même, elle ne crée aucune présomption légale de cette détention³²². Toutefois, il s'agit d'un véritable élément de preuve qui « atténue la possibilité pour l'auteur présumé

³¹⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 287.

³¹⁵ *Ibid.*, p. 288.

³¹⁶ « Nous n'arrivons pas à admettre que la théorie du faisceau d'indices permette de déclarer des personnes coupables de manquement d'initié, et de les sanctionner sévèrement, sans que l'autorité boursière se soit donné la peine d'identifier ne serait-ce qu'une occasion ou un moyen par lequel l'information privilégiée leur serait parvenue » (D. BOMPOINT, « Manquement d'initié - Équivoque et faisceau d'indices », *comm. ss. AMF, comm. sanct.*, 6 mars 2019, SAN-2019-03 », *Dr. sociétés* n° 5, Mai 2019, *comm.* 91).

³¹⁷ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire Benais : l'initié introuvable », *note ss. CA Paris*, 8 avr. 2009 n°2008/14851, *BJB* juill. 2009, n°JBB-2009-038, p. 270 : « la cour d'appel de Paris (rappelle fermement la soumission de l'AMF aux principes du droit pénal) en insistant sur la nécessité d'évacuer le moindre doute : celui-ci doit en effet toujours profiter à la personne mise en cause, laquelle est « présumée innocente » et ne saurait par conséquent avoir à supporter la charge d'apporter la preuve négative de son absence de culpabilité ».

³¹⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 519 et 520. Néanmoins, il existe plusieurs décisions où la Commission de sanction se montre prudente et vérifie le caractère suffisamment probant du faisceau d'indices : V. par ex AMF, *comm. sanct.*, 6 mars 2019, SAN-2019-02.

³¹⁹ E. DEZEUZE, *note ss AMF, comm. sanct.*, 10 avr. 2008, SAN-2008-15, *RTDF* n°3/2008, p. 120.

³²⁰ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 522.

³²¹ *Ibid.*, p. 523.

³²² H. LETREGUILLY, « La liste d'initiés, dernière pièce du dispositif de prévention des opérations d'initiés », *RTDF* 2006, n°2, p. 28.

d'un (manquement ou d'un) délit d'apporter la preuve contraire », d'après les travaux parlementaires sur la loi du 20 juillet 2005³²³. Cela signifie que cette liste tient une place particulière au sein de la méthode du faisceau d'indices et constitue un indice de culpabilité plus important, en faveur de la Commission des sanctions de l'AMF et au détriment du mis en cause y figurant³²⁴. La personne mise en cause sera ainsi contrainte de démontrer, lors de la contestation de la détention de l'information privilégiée ou de son caractère privilégié, comment elle a pu ignorer cette information ou en quoi l'information en question n'était pas privilégiée³²⁵. L'abstention ou la tardivité de la création d'une liste peut également participer à la démonstration d'une stratégie visant à la réalisation d'une opération d'initié³²⁶. Or, dans le sens contraire, le fait de ne pas figurer sur la liste, qui n'a pas vocation à être exhaustive, ne permet pas d'établir que la personne mise en cause ne disposait pas d'une information privilégiée³²⁷ et ne constitue pas, ainsi, un indice probant d'innocence. Plus qu'un simple allègement de la charge de la preuve comme peut constituer les autres indices concourant au faisceau d'indices recherché, cette liste d'initiés semble opérer un semi-renversement de la charge de la preuve en faveur de l'AMF par ses effets probants.

Ainsi, la méthode du faisceau d'indice ne constitue pas en théorie et en elle-même, un renversement de la charge de la preuve pour le mis en cause. Elle allège en effet simplement celle-ci pour l'AMF. Néanmoins, elle se transforme en véritable présomption de culpabilité de fait en pratique. Or, cette méthode est utilisée de façon importante à l'égard d'un nombre toujours plus conséquent de manquements et présente des dangers par sa subjectivité et par la valeur probante renforcée de certains indices. La présomption d'innocence du mis en cause se trouve mise à mal à ce stade de la répression. Or ces atteintes au stade probatoire devant l'AMF sont d'autant plus importantes qu'un système de collaboration a été mis en place avec le Parquet National Financier et les autorités étrangères dans la répression de ces abus.

B. Des atteintes caractérisées à travers la collaboration avec le PNF et les autorités étrangères dans la recherche de la preuve

Lors de la phase d'enquête, l'AMF a en effet vocation à communiquer tant avec le PNF qu'avec les autorités étrangères, si le manquement a été commis sur plusieurs territoires. Il existe dès lors une communication des éléments de preuve recueillis entre les différentes institutions, qui mérite une attention particulière au regard de la présomption d'innocence.

Cette coopération peut prendre la forme d'échanges d'informations et de réalisation d'investigations afin d'obtenir des preuves³²⁸. En ce qui concerne les preuves recueillies par des autorités étrangères, il est admis « *conformément aux principes généraux du droit international et en l'absence de*

³²³ P. MARINI, Rapport Sénat n°309 (2004-2005), fait au nom de la commission des finances du Sénat, déposé le 27 avril 2005, p. 100. Disponible sur le site internet du Sénat. : www.senat.fr.

³²⁴ AMF, comm. sanct., 17 mai 2013, SAN-2013-13 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 20 nov. 2014, n°2013/14873.

³²⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 523 ; E. DEZEUZE, « Les listes d'initiés », *RTDF* 2006, n°2, p. 33. Pour un exemple jurisprudentiel : CA Paris, p. 5, ch. 7, 20 nov 2014, n°2013/14873.

³²⁶ AMF, comm. sanct., 25 avr. 2014, SAN-2014-03 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 14 janv. 2016, n°2014/13986 ; Cass. com., 27 mars 2019, n°16-17.186.

³²⁷ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 523. Pour un exemple jurisprudentiel : AMF, comm. sanct., 22 mai 2008, SAN-2008-19.

³²⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 578. V. article L621-1 du CMF, L632-1, R621-1 et s. du CMF ainsi que le considérant 89 et l'article 25 du Règlement MAR.

dispositions spécifiques contraires, (que) les autorités étrangères légalement requises conduisent leurs missions conformément au droit applicable dans leur pays et aux procédures en vigueur dans leur juridiction »³²⁹. Il existe ainsi une présomption de régularité de la procédure étrangère au regard de son droit local³³⁰.

Néanmoins, l'ordre public international de procédure doit être pris en compte dans l'appréciation des preuves fournies par les autorités étrangères³³¹. En effet, le respect des garanties procédurales suppose que la Commission des sanctions exerce un « *contrôle ex post* » sur la régularité des enquêtes menées à l'étranger³³², comme cela a déjà pu être relevé par la CEDH pour le droit à l'assistance d'un avocat³³³. La Cour d'appel a également exactement rappelé ce principe dans sa décision du 2 octobre 2014, saisie du recours contre la décision de sanction Intouch de 2012³³⁴. La Commission des sanctions de l'AMF l'a elle-aussi affirmé pour la première fois dans une décision du 7 décembre 2016 (affaire Ubisoft)³³⁵ où elle a précisé qu'il convenait de vérifier si les « *éléments de preuve recueillis n'ont pas été obtenus dans des conditions qui méconnaîtraient les droits fondamentaux garanties par la constitution française ou la CESDH* ». Or le principe de présomption d'innocence fait tant partie de la Constitution que de la CESDH et mérite donc d'être respecté. Cela était notamment le cas dans cette décision où le respect du droit au silence était en cause. Toutefois, à l'heure actuelle, il est simplement considéré que seuls les éléments d'enquêtes qui se sont déroulées dans des conditions de nature à porter une atteinte irrémédiable au droit de la défense des personnes mises en cause peuvent être écartés³³⁶. Cette solution permet en effet une répression effective des abus de marché intra-territoriale, en assurant une communication efficace des informations recueillies et une adaptation au besoin d'entraide en matière financière³³⁷.

Toutefois, si cette solution se justifie et est ainsi respectée par l'AMF³³⁸, elle porte également une certaine atteinte à la présomption d'innocence. En effet, puisque l'atteinte doit être « *irrémédiable* », il est difficile de savoir où le curseur doit être établi. D'autant plus que, comme en témoigne la pratique répressive française, de nombreux moyens, souvent trop coercitifs au regard du respect de la présomption d'innocence, sont régulièrement conférés aux enquêteurs en matière financière afin de prouver le manquement commis. Ces moyens ne sont pas jugés contraires au respect de la présomption d'innocence du mis en cause alors même qu'ils peuvent permettre ultérieurement de favoriser ou de déclencher directement l'application de présomptions de culpabilité. Cela se retrouve particulièrement dans le fait qu'aucune conséquence pratique ne semble être donnée à l'irrégularité de la procédure étrangère et à la violation, par celle-ci, « *de(s) principes censés protéger les individus mis en cause dans ces procédures* ». En effet, comme le souligne des auteurs, « *dans toutes les affaires*

³²⁹ AMF, comm. sanct., 28 sept. 2012, *IntouchInvestments et alii*, SAN- 2012-16.

³³⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 405.

³³¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 396.

³³² H. DE VAUPLANE, J.-J., DAIGRE, B. DE SAINT-MARS et J.-P. BORNET, obs. ss. AMF, comm. sanct., 28 sept. 2012, *Société Intouch et alii*, SAN-2012-16, *Banque et Dr.* n°146, novembre-décembre 2012, p.40.

³³³ CEDH, 27 oct. 2011, *Stankovic c. France et Belgique*, n°25303/08.

³³⁴ CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 2 oct. 2014, n° 2012/ 20580.

³³⁵ AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15 ; AMF, com. sanct., 25 avr. 2019, SAN-2019-05 ; AMF, comm. sanct., 21 avr. 2017, SAN-2017-04.

³³⁶ AMF, comm. sanct., 18 déc. 2017, SAN-2017-13 ; AMF, comm. sanct., 28 déc. 2016, SAN-2017-01 ; CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 15 déc. 2016, n° 2016/ 05249.

³³⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 401.

³³⁸ AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15 ; AMF, comm. sanct., 21 avr. 2017, SAN-2017-04 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, *Sté Iliad SA et autres*, SAN-2019-05, §4 à 6 où l'AMF a considéré que le droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination n'avait pas été respecté.

concernées, les conséquences pratiques (d'une irrégularité) sont nulles : la validité de la procédure dans son entier n'est pas affectée et la décision de condamnation n'est pas remise en cause, les différents degrés de juridiction considérant systématiquement que les autres éléments versés au dossier permettaient, indépendamment des actes irréguliers, d'établir les infractions pour lesquelles les mis en cause étaient poursuivis»³³⁹.

De plus, ce déclenchement et cette application facilités de futures présomptions de culpabilité et leur conséquence sur la présomption d'innocence se retrouvent également à travers la coopération entre l'AMF et le PNF, dont les conséquences sont d'autant plus importantes, tant au regard de la réputation du mis en cause, qu'au regard de la possible peine privative de liberté qui peut être prononcée. Il conviendra néanmoins de se référer à la partie consacrée à cette coopération au sein du fonctionnement du PNF, puisque c'est bien au regard de ce dernier que cette pratique a le plus de conséquence³⁴⁰.

Ces modalités de coopération permettent ainsi la propagation ou le déclenchement plus aisé de présomptions de culpabilité. Les défauts ou irrégularités de procédures se déplacent en effet aisément de l'une à l'autre. Néanmoins, l'atteinte à la protection effective de la présomption d'innocence se retrouve également au regard des modalités de fonctionnement du PNF, qui dispose lui aussi de moyens spécifiques pour assurer la répression effective des abus de marché.

§2. L'atteinte par les modalités de fonctionnement du PNF

La possibilité de procéder par une méthode du faisceau d'indices ne se limite pas aux agents de l'AMF **(A)** et permet ainsi aux juges pénaux de faciliter la caractérisation des délits d'abus de marché, comme en témoigne également la collaboration entre ces deux autorités aux différents stades de la procédure **(B)**.

A. L'admission de la preuve par faisceau d'indices devant les juridictions pénales

Les juges pénaux peuvent eux aussi recourir à la preuve par faisceau d'indices afin d'assurer la répression des abus de marché. Deux arrêts particulièrement récents de 2021 et 2022 ont admis pour la première fois³⁴¹ cette possibilité au regard du délit d'initié³⁴². Dans celui de 2021, la Cour de cassation a en effet refusé de transmettre une QPC au Conseil Constitutionnel pour atteinte à la présomption d'innocence en raison de l'utilisation de la méthode du faisceau d'indices qui imposait, selon le prévenu, « *de rapporter la preuve d'un fait négatif pour renverser la présomption* »³⁴³ établie par le faisceau. La Cour de cassation, reprenant simplement les quatre conditions posées par le Conseil Constitutionnel pour la validité des présomptions de culpabilité, l'a jugé conforme à la présomption

³³⁹ R. KLEIMAN, M. BRASART et M. TOMAS, « Le respect des droits de la défense dans le cadre des enquêtes internationales de l'AMF, un contrôle juridictionnel dont la portée demeure incertaine », *affaires - société et marché financier Dalloz actualité*, févr. 2019.

³⁴⁰ V. Partie 1, chapitre 2, section 1, §2, B.

³⁴¹ N. RONTCHEVSKY, « Application au délit d'initié de la preuve par faisceau d'indices », note ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *RTD com.* 2022. 339.

³⁴² Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, QPC ; Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500.

³⁴³ Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, QPC.

d'innocence³⁴⁴. Dans le second arrêt de 2022, elle a également rejeté pour les mêmes raisons le pourvoi du demandeur dont les moyens alléguaient des atteintes identiques à la présomption d'innocence, en retenant qu'il n'importait pas que « *l'origine (de l'information privilégiée) n'(ait) pu être déterminée* » et que « *la Cour d'appel, ayant établi que le prévenu disposait d'une information privilégiée, n'était pas tenue de détailler les circonstances par lesquelles elle était parvenue à (cette conclusion)* »³⁴⁵. La Cour a ainsi jugé par deux fois que l'utilisation de la méthode du faisceau d'indices par les juges pénaux était possible afin de caractériser le délit d'initié, à l'instar de l'AMF, et qu'elle constituait bien une présomption de culpabilité de fait. Si la chambre criminelle avait déjà eu à se prononcer sur l'opportunité du transfert d'une QPC relative à la compatibilité de l'article L465-1 du CMF consacrant le délit d'initié au regard de l'article 9 de la DDHC consacrant la présomption d'innocence³⁴⁶, la question portait néanmoins sur une présomption de culpabilité de droit et non pas de fait, tel que l'instaure la méthode du faisceau d'indices³⁴⁷. Ici, la méthode du faisceau d'indices institue une présomption de culpabilité de fait qui est, d'après la Cour, légale et conforme à la Constitution ainsi qu'aux textes internationaux, puisque « *le recours à des présomptions factuelles, et ici à une pluralité d'indices graves, précis et concordants n'équivaut pas à une dispense de preuve, ni à une présomption irréfragable de culpabilité, dès lors que le faisceau d'indices articulé par la poursuite peut être utilement combattu en défense par le prévenu en invoquant des éléments en sens contraire* »³⁴⁸.

A l'instar de celle applicable devant l'AMF, les juges pénaux sont donc tenus d'établir à la fois un faisceau d'indices précis, graves et concordants, ainsi que l'absence de toute autre explication crédible³⁴⁹ pour appliquer la méthode du faisceau d'indices. Il est donc tout à fait possible pour le PNF de recourir également à une telle méthode afin de remédier au déficit de preuves tangibles. Le Tribunal correctionnel de Paris avait par ailleurs déjà déduit un délit d'initié des circonstances dans lesquelles l'opération avait été effectuée et, notamment, de l'importance soudaine du volume d'achat qui contrastait avec les habitudes antérieures de la personne poursuivie, en application du principe de liberté de la preuve en matière pénale et de l'intime conviction³⁵⁰. Néanmoins, il convient de distinguer cette méthode du recours à l'intime conviction, dans la mesure où, comme sus-démontrés, la méthode du faisceau d'indices correspond à une présomption de fait spécifique qui répond à des exigences particulières, ce à quoi ne correspond pas le principe de liberté de la preuve.

³⁴⁴ Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, QPC : « en premier lieu, cette présomption simple peut être réellement renversée « en rapportant la preuve de l'absence d'utilisation d'une information privilégiée ou en renversant les éléments sur laquelle elle se fonde ». En deuxième lieu, elle préserve l'exercice des droits de la défense au sens de la jurisprudence de Strasbourg et de Luxembourg. En troisième lieu, l'ensemble des éléments précis, graves et concordants dont est tirée la présomption induisent raisonnablement la vraisemblance de l'imputation de l'infraction au prévenu. En dernier lieu, la culpabilité de l'initié résulte d'éléments extérieurs à l'imputation matérielle des faits, découlant « des circonstances de commission de ceux-ci dont il ressort que les agissements incriminés ne sauraient être le fruit du hasard ni des seules compétences du prévenu ».

³⁴⁵ Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500. De même qu'est insuffisant le seul fait que l'accusation n'ait pu établir un circuit de transmission plausible de l'information privilégiée : AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13.

³⁴⁶ Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14-84.562, QPC.

³⁴⁷ V. sur ces présomptions : Partie 1, chapitre 2, section 2.

³⁴⁸ N. RONTCHEVSKY, « Application au délit d'initié de la preuve par faisceau d'indices », note ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *RTD com.* 2022. 339.

³⁴⁹ R. SALOMON, « Délit d'initié - Preuve du délit d'initié », comm. ss. Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500, *Dr. sociétés* n° 5, mai 2022, comm. 60 ; R. SALOMON, « Preuve du délit d'initié par la méthode du faisceau d'indices précis, graves et concordants », *BJB* mai 2022, n°BJB200r2, p. 19 ; R. SALOMON, « Délit d'initié- Conformité à la constitution de l'article L465-1 du Code monétaire et financier », comm. ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n° 21-83.500 », *Dr. sociétés* n°2, févr. 2022, comm. 23.

³⁵⁰ T. corr. Paris, 15 oct. 1976.

Ainsi, l'élargissement de cette méthode devant le juge pénal témoigne une nouvelle fois de la volonté d'assurer et de privilégier la répression effective des abus de marché, même si une telle répression se fait au détriment de la protection effective des droits du mis en cause et du respect de sa présomption d'innocence. Certains auteurs la jugent toutefois parfaitement conforme à la présomption d'innocence puisqu'elle impose un examen minutieux de chacun des indices avancés, qui doivent être pertinents et convergents. Elle ne doit donner aucune autre explication plausible autre que la détention de l'information privilégiée, qui doit être de nature à justifier les opérations litigieuses en excluant tout doute raisonnable³⁵¹. Néanmoins, en pratique et par son application par les autorités, cette méthode porte atteinte au respect effectif de la présomption d'innocence³⁵². Il s'agit d'une « *méthode périlleuse qui ne doit pas glisser sur une preuve par la négative en retenant simplement que rien n'explique l'opération d'initié* »³⁵³. De plus, la répartition du contentieux financier entre une répression pénale et administrative renforce « *le risque de contradiction factuelle et de divergence dans l'interprétation des indices* »³⁵⁴.

Néanmoins, l'atteinte à la présomption d'innocence par le recours à cette méthode devant les juges pénaux semble plus relative puisque l'application de celle-ci ne peut se faire qu'en l'absence de preuve matérielle. Elle ne semble de plus pour l'instant se limiter qu'au seul délit d'initié. Les deux arrêts concernaient en effet un délit d'initié et, plus particulièrement, la preuve de la détention de l'information privilégiée (élément dont l'AMF peine également à prouver son existence sans l'application de la méthode du faisceau d'indices)³⁵⁵.

Cette situation témoigne ainsi d'une protection plus marquée ou, du moins, d'une atteinte plus limitée à la présomption d'innocence lorsque les juges pénaux sont saisis, en comparaison avec l'AMF.

B. La collaboration avec l'AMF dans la recherche de la preuve

Deux stades de coopération sont en effet prévus entre le PNF et l'AMF afin de faciliter la répression des abus de marché.

Le premier a lieu au stade de l'enquête. Tout d'abord, l'AMF a l'obligation si elle a la connaissance d'un crime ou d'un délit d'informer sans délai le procureur national financier et de lui transmettre toutes les informations dont elle dispose, à savoir les éléments de faits et de droits et tous les

³⁵¹ N. RONTCHEVSKY, « Application au délit d'initié de la preuve par faisceau d'indices », *RTD com.* 2022. 339 ; H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT-MARS et J.-P. BORNET, obs. ss. CA Paris, 8 avr. 2009, n°2008/1485, *Banque et Dr.*, mai-juin 2009, p. 46.

³⁵² Sur cette différence entre la théorie et la pratique, V. N. IDA, « Marché financier - Délit d'initié : la preuve par faisceau d'indices à l'épreuve de la présomption d'innocence », ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *la Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 14, 7 avr. 2022, p. 1150.

³⁵³ R. SALOMON, « Infractions boursières. – Délits et manquements boursiers », Fasc. 1600, *JurisClasseur Sociétés Traité LexisNexis*, 6 avr. 2022. V. aussi D. SCHIMDT, note ss. CA Paris, 7^e ch., 21 juin 2012, n° 2011/08965, *Dr. sociétés* 2012, comm. 167 ; S. TORCK, note ss. CA Paris, 7^e ch., 21 juin 2012, n° 2011/08965, *Dr. sociétés* n°10, oct. 2012, comm. 167, n°2. V. aussi : S. TORCK, « Du bon usage de la méthode du faisceau d'indices », note ss. CA Paris, 7^e ch., 27 mars 2012, n° 2011/08526, *Dr. sociétés* 2012, comm. 126 ; J.-J. DAIGRE, « Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices », note ss. AMF, comm. sanct., 15 septembre 2011, SAN-2012-01, *BJB* mai 2012, n°JBB-2012-0095, p. 202.

³⁵⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 47.

³⁵⁵ K. DECKERT et N. RONTCHEVSKY, « La preuve de la détention et de l'utilisation d'une information privilégiée par la méthode du faisceau d'indice », dans « Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Autour du droit bancaire et financier et au-delà », *Joly*, 2017, p. 271.

renseignements, procès-verbaux³⁵⁶ et actes qui y sont relatifs³⁵⁷. Le procureur, lui, n'a que la faculté et non pas l'obligation de communiquer à l'AMF les pièces d'une procédure pénale qui ont un lien avec des faits susceptibles d'être soumis à la Commission de sanction³⁵⁸. Il peut, de plus, obtenir de l'AMF la communication de tous les renseignements détenus par celle-ci dans le cadre de l'exercice de ses missions, sans que puisse lui être opposée l'obligation au secret³⁵⁹. Enfin, des échanges d'informations sont organisés entre l'AMF et le procureur de la république financier dans le cadre de la procédure d'aiguillage obligatoire entre la voie administrative et la voie pénale³⁶⁰. Ainsi, l'obligation de communication qui pèse sur l'AMF permet au PNF de recevoir toutes les informations et éléments de preuve recueillis par l'AMF pour les abus de marché qui seraient finalement poursuivis pénalement. Or, l'absence de prise en compte de pièces à décharge et la constitution unilatérale du dossier d'enquête par l'AMF se répercutent dès lors sur la procédure pénale devant le PNF, d'autant plus que ce dernier se fondera particulièrement sur les informations décelées par l'AMF qui dispose de moyens plus importants³⁶¹. Les preuves recueillies au cours de l'enquête menée non contradictoirement et sans respect des droits de la défense viennent ainsi « *alimenter le dossier du juge pénal de l'abus de marché (...) l'AMF a(yant) toujours été un informateur privilégié de la justice pénale financière* »³⁶².

Cette atteinte se matérialise d'autant plus au second stade de la coopération, puisqu'après la mise en œuvre de l'action publique, les mécanismes de collaboration sont plus fréquents et le juge pénal peut demander à entendre l'AMF en qualité d'expert à tous les stades de la procédure, tout comme l'AMF peut demander à être entendue. Cette collaboration est d'autant plus importante que pour les abus de marché, cet avis n'est pas simplement facultatif mais bien obligatoire au regard de l'article L466-1 du CMF. Cette collaboration signifie donc bien que le PNF dispose de moyens et de dispositifs lui permettant d'avoir un avis pertinent pour la répression effective du manquement en cause et qu'il existe une imbrication incontournable entre les deux autorités répressives.

Ainsi, cette collaboration a des conséquences importantes sur le respect de la présomption d'innocence du mis en cause puisque se retrouveront au sein de la procédure pénale les mêmes limites relevées au stade de l'enquête et du raisonnement probatoire devant l'AMF. De plus, la jurisprudence tend à considérer que les irrégularités et les nullités affectant la première procédure sont sans incidence sur la validité de la seconde³⁶³. La chambre criminelle a ainsi pu juger que « *l'annulation, par la Cour d'appel de Paris, de la décision de sanction prononcée par l'autorité de marché n'est pas susceptible d'entacher de nullité le rapport transmis au procureur de la République, ni le réquisitoire introductif subséquent, délivré par ailleurs au vu de plaintes déposées pour les mêmes faits par des actionnaires* »³⁶⁴. Si cette décision a en effet été rendue sous l'empire du droit ancien où le cumul de la

³⁵⁶ Sous réserves de textes particuliers, les procès-verbaux ne valent qu'à titre de renseignements (article 427 du CPP), et font donc foi jusqu'à preuve du contraire en vertu d'une disposition spéciale de la loi. Or, étrangement, aucune disposition légale ne semble donner un tel pouvoir aux procès-verbaux des agents de l'AMF. Cela serait pourtant un moyen efficace pour assurer une répression effective des abus de marché en renversant la charge de la preuve sur le futur mis en cause.

³⁵⁷ Article R465-1 et s. du CMF et article L621-20-1 du CMF et article 40 du CPP.

³⁵⁸ Article L621-20-4 du CMF.

³⁵⁹ Article L621-20-1 du CMF.

³⁶⁰ Procédure définie à l'article L465-3-6 du CMF.

³⁶¹ C. DUCOULOUX-FAVARD, « L'informatique et la recherche des infractions boursières », *D.* 1988, chron. 270.

³⁶² N. IDA, *op. cit.*, 47.

³⁶³ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 618. Cela rappelle le principe prétorien d'autonomie des contentieux administratif et pénal que l'on retrouve également dans d'autres branches tel que le droit pénal fiscal.

³⁶⁴ *Ibid.*, p. 618. V. aussi : Cass. crim., 1^{er} mars 2000, n° 99-86.299.

répression administrative et pénale était encore possible, la Cour de cassation a tout de même été amenée de nouveau à préciser, sous l'empire du droit nouveau, que « *les irrégularités alléguées d'une enquête interne de l'autorité de marché contre l'un de ses agents étaient sans incidence sur la régularité du réquisitoire introductif pris à la suite de la communication des résultats de cette enquête, dès lors que le procureur de la République est investi du pouvoir d'apprécier l'opportunité d'exercer les poursuites au vu de renseignements faisant présumer l'existence d'une infraction* »³⁶⁵. En matière de diffusion d'information fautive ou trompeuse, la chambre criminelle a notamment expressément affirmé l'indépendance des procédures pénale et administrative ; elle a explicitement précisé que l'annulation de la procédure administrative pour une atteinte à la présomption d'innocence était sans incidence sur la régularité des poursuites pénales³⁶⁶. Si la jurisprudence ne s'est pas encore expressément prononcée sur cette question au regard des autres abus de marché, il est fort probable qu'une solution identique soit retenue puisque les règles de procédures sont communes aux cinq délits boursiers. C'est notamment l'avis de la doctrine³⁶⁷.

Ainsi, en réalité, la réforme de 2016 permet de conduire deux enquêtes en parallèle, avant l'aiguillage, qui vont chacune alimenter la procédure de l'autre. L'arrêt de 2007 de la Cour de cassation témoigne de plus de la protection très faible qui est accordée à la présomption d'innocence du mis en cause dans ce système de coopération entre autorités, où l'annulation de l'une des procédures pour atteinte à la présomption d'innocence n'a pas nécessairement de conséquences sur l'autre, alors même que le respect effectif de ce principe l'exigerait. Cela a été dénoncé par certains auteurs qui allèguent notamment que « *s'il peut être concevable que le déclenchement de l'action publique ne soit pas pour autant remis en cause, il serait choquant que les fruits d'actions irrégulières, surtout si elles émanent d'autorités publiques soumises à la légalité, puissent nourrir une accusation en matière pénale. Aussi, en cas d'illicéité de l'enquête de l'autorité boursière, importerait-il que les investigations du juge d'instruction ou des officiers de police judiciaire permettent de suppléer celles de l'AMF ; si les actes de la procédure pénale ne découlent que de l'enquête viciée de l'AMF, leur annulation devrait pouvoir être prononcée* »³⁶⁸.

Une illustration jurisprudentielle semble traduire cette conception au regard du recueil par l'AMF de données à caractère personnel relatif à des communications téléphoniques³⁶⁹, mais non pas au regard du respect effectif de la présomption d'innocence qui paraît, de nouveau, être le « parent pauvre »³⁷⁰

³⁶⁵ Cass. crim., 31 oct. 2007, n° 06-82.392.

³⁶⁶ Cass. crim., 2 avr. 2008, n° 07-85.179.

³⁶⁷ R. SALOMON, P. MAISTRE DU CHAMBON et A. LEPAGE, « Droit pénal des affaires », *Lexis Nexis*, 6^e éd., sept. 2020, n°986.

³⁶⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 619 précisant également que « des considérations identiques devraient valoir dans la rare hypothèse symétrique où l'autorité boursière s'appuierait sur le résultat d'investigations pénales ».

³⁶⁹ Cass. crim., 1^{er} avr. 2020, n°19-80.900 et 19-80.901, 19-80.908, 19-82.221, 19-82.222, 19-82.2230 : la chambre criminelle a sursis à l'examen des pourvois contre les arrêts qui avaient rejeté les requêtes en annulation dans l'attente de la réponse de la CJUE aux questions préjudicielles posées par elle sur la compatibilité avec le droit de l'Union des pouvoirs de l'AMF de recueillir et conserver des données de connexion. Suite à la réponse de la CJUE, la Cour de cassation en sa chambre criminelle a statué par un arrêt du 10 mai 2023, n°19-80.900. Elle a alors jugé qu'« il appartient alors à la juridiction saisie d'un moyen de nullité critiquant la régularité de l'accès des enquêteurs de l'AMF aux données de connexion, dans l'hypothèse où le requérant a intérêt et qualité pour agir, de vérifier l'existence du grief allégué, laquelle est établie lorsque les éléments de fait justifiant la nécessité d'une telle mesure d'investigation ne répondent pas à un critère de gravité suffisant ou lorsque la conservation rapide des dites données et l'accès à celles-ci excèdent les limites du strict nécessaire ».

³⁷⁰ R. SALOMON, « Preuve du délit d'initié par la méthode du faisceau d'indices précis, graves et concordants », note ss. Cass. crim., 30 mars 2022, n°21-83500, *BJB* mai 2022, n°BJB200r2, p. 19.

des droits fondamentaux au sein de la répression des abus de marché. Un auteur a pu préciser que la communication d'éléments de procédures par l'AMF au PNF le rend « *héritier d'éléments obtenus par les agents de l'AMF en application de règles d'une légalité douteuse et susceptibles en conséquence de contaminer l'ensemble du dossier d'instruction* »³⁷¹.

SECTION 2 : Les atteintes renforcées à la présomption d'innocence par la multiplicité des présomptions au sein des abus de marché : l'instauration de présomptions de droit

L'édition de présomptions de culpabilité au sein des abus de marché ne se limite pas aux simples présomptions de faits tels qu'on a pu le décrire mais s'étend également à des présomptions de droit, dont leur étendue et leur nombre diffèrent entre l'AMF (**sous-section 1**) et le PNF (**sous-section 2**).

SOUS SECTION 1 : L'utilité incontournable des présomptions au sein des manquements administratifs : une limitation importante à la présomption d'innocence en conséquence

L'édition de présomptions légales ou quasi-légales peut paraître moins attentatoire à la présomption d'innocence dans la mesure où, contrairement aux présomptions de faits qui impliquent une interprétation et donc un risque d'erreur ou de subjectivité, les présomptions de droit impliquent en principe un raisonnement probatoire qui n'est pas libre mais déterminé à l'avance par la loi ou le juge³⁷². Néanmoins, « *l'automatisme du lien retenu par la loi ou le juge entre le fait connu et le fait inconnu, qui traduit l'existence d'un préjugé de l'autorité créatrice de la présomption, peut en effet conduire à des erreurs, ce qui serait particulièrement regrettable dans un contentieux relevant de la matière pénale* »³⁷³. Or l'AMF étant soumise aux principes pénaux et ainsi au respect de la présomption d'innocence, il convient d'examiner méticuleusement l'ensemble des présomptions édictées au sein du système répressif administratif. L'ensemble de ces présomptions de droits, tant réglementaires que jurisprudentielles, se matérialisent tout autant au sein des opérations d'initiés (§1) qu'au sein des manipulations de marché (§2).

§1. Les présomptions de culpabilité au sein des opérations d'initiés

L'atteinte à la présomption d'innocence se trouve caractérisée par l'édition d'une multitude de présomptions, d'abord au regard de la définition même de l'information privilégiée (**A**), mais aussi au sein du manquement d'initié (**B**) et de divulgation illicite d'information privilégiée (**C**).

A. La présomption d'influence sensible du cours pour les informations privilégiées

La première des présomptions édictées au sein des abus de marché touche à la définition même d'information privilégiée. Celle-ci doit en effet être précise, confidentielle mais également avoir une

³⁷¹ A.- C. MULLER, chron. « Marchés et instruments financiers », *Dr. et patr.* n° 272, sept. 2017, p. 88.

³⁷² N. IDA, *op. cit.*, p. 587.

³⁷³ *Ibid.* V. aussi D. GUEVEL, « Preuve des obligations. – Présomptions légales », *J.- Cl. Code Civil*, 31 août 2020, n°47 : « Les présomptions légales sont plus dangereuses que les présomptions judiciaires puisqu'elles reposent sur un calcul de probabilités effectué a priori et en dehors de tout examen des circonstances particulières à une espèce déterminée » ; J. PATARIN, « Le particularisme de la théorie des preuves en droit pénal », dans G. STEFANI (dir.), « Quelques aspects de l'autonomie du droit pénal. Études de droit criminel », *Dalloz*, Paris, 1956, n°18, p. 34, qui estime que la présomption de culpabilité « est toujours plus ou moins arbitraire et frappe au hasard ».

influence potentielle sur le cours de bourse à la date du fait reproché³⁷⁴. Cette exigence est nécessaire pour caractériser les manquements d'initié et de divulgation illicite d'information privilégiée. Elle ne doit donc pas être négligée dans la mesure où elle permet de marquer la frontière entre les informations qui emporteront un devoir d'abstention et celles qui n'emportent aucune conséquence particulière par leur utilisation. Elle constitue donc la « *colonne vertébrale de la notion d'information privilégiée* »³⁷⁵. Cette exigence permet en effet de savoir si, sans cette information, le cours de l'instrument financier en cause aurait évolué de la même manière. Or, s'il est rare qu'une opération n'ait pas d'influence sur le cours³⁷⁶, l'article 7 du Règlement MAR considère qu'il faut entendre par information susceptible d'influer le cours de l'instrument financier sur lequel elle porte, « *une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissements* ». L'appréciation de l'impact potentiel d'une information doit donc s'apprécier au regard du point de vue de l'investisseur raisonnable qui exige un examen *in concreto*, en tenant compte des attentes du marché et de la situation globale de l'émetteur et du titre concerné³⁷⁷. Or, l'AMF et la Cour d'appel de Paris, confirmée par la Cour de cassation, ont considéré qu'une information pouvait « *par nature* » avoir une influence sur le cours³⁷⁸, faisant ainsi « *l'économie de ce raisonnement intellectuel* »³⁷⁹.

Ainsi, il existe une distinction dont l'importance et les conséquences sont non négligeables sur la présomption d'innocence, entre les informations considérées comme intrinsèquement sensibles et pour lesquelles aucune preuve de leur impact potentiel sur le cours de bourse n'aurait à être rapportée par l'autorité de poursuite, et celles devant faire l'objet d'un examen au cas par cas³⁸⁰. Sans s'attarder précisément sur ces informations et sans en faire un inventaire hétéroclite, il est possible de relever, au regard de la jurisprudence de la Commission des sanctions et des juges compétents, que les informations au caractère sensible par nature renvoient à des opérations qui concernent le capital de l'émetteur, telles que les fusions³⁸¹, les augmentations de capital³⁸², les émissions de titres de capital ou donnant accès au capital³⁸³ ou, plus généralement, toute opération importante relative au capital telles que les réductions ou amortissements de capital, les scissions, voire les distributions de réserves et les projets d'offres publiques³⁸⁴; mais également les données financières de l'émetteur tels que les

³⁷⁴ Article 7 du Règlement MAR.

³⁷⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 126.

³⁷⁶ *Ibid.*, p. 124.

³⁷⁷ *Ibid.*, p. 125. V. aussi : A. FELIX, « Dans la peau de l'investisseur raisonnable : comment apprécier la sensibilité ? », *BJB* mai 2017, n°116v4, p. 213.

³⁷⁸ AMF, comm. sanct., 1^{er} mars 2007, SAN-2007-12 ; CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 15 mai 2008, n°2007/09505 ; Cass. com., 26 mai 2009, n°08-17.138 : « Attendu, d'autre part, que l'arrêt retient exactement que l'annonce par un émetteur du fait que ses prévisions de résultat ne seront pas atteintes est, par nature susceptible d'avoir une incidence sensible sur le cours des titres émis ».

³⁷⁹ B. KEITA, *op. cit.*, p. 534.

³⁸⁰ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 125.

³⁸¹ COB, 21 oct. 2003 ; CJCE, 22 nov. 2005, *Knud Gronggaard*, aff. C-384/02.

³⁸² AMF, comm. sanct., 6 déc. 2007, SAN-2008-04, confirmé par CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 10 déc. 2008 ; CE, 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 3 févr. 2016, n° 369198.

³⁸³ AMF, comm. sanct., 23 nov. 2006, SAN-2007-02 ; AMF, comm. sanct., 7 juin 2007, SAN-2007-19.

³⁸⁴ AMF, comm. sanct., 23 déc. 2008, SAN-2009-27 : « Considérant que l'annonce d'un projet d'offre publique est, par nature, susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre de la société cible », décision confirmée par CA Paris, p. 5, ch. 7, 5 janv. 2010, n°2009/ 06017, pourvoi rejeté par Cass. com., 20 sept. 2011, n° 10-13.591 ; AMF, comm. sanct., 27 mai 2010, SAN-2010-14 ; AMF, comm. sanct., 11 Janv. 2016, SAN-2016-02 ; AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, SAN-2018-17 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2014, SAN-2014-03, confirmée par CA Paris, p. 5, ch. 7, 14 janv. 2016, n°2014/13986.

résultats³⁸⁵ et les prévisions de résultats³⁸⁶ ; et les informations relatives aux signes de difficultés de l'émetteur tels que le déclenchement d'une procédure d'alerte³⁸⁷, l'état de cessation des paiements³⁸⁸ et l'ouverture d'une procédure collective³⁸⁹.

Le nombre important d'informations concernées par cette présomption est donc non négligeable et témoigne là encore d'une volonté d'assurer efficacement la répression des abus de marché, en portant exception au principe de présomption d'innocence. Pour un auteur, le choix d'utiliser une présomption pour caractériser la sensibilité de certaines informations met en exergue le caractère économique du droit de la régulation³⁹⁰ et l'efficacité et la sévérité de la répression des abus de marché, qui s'en trouve renforcée³⁹¹. Cette présomption est en principe simple, comme l'exige les conditions posées pour sa création afin de respecter la présomption d'innocence³⁹². Néanmoins une telle dichotomie entre les informations présumées sensibles et celles qui ne le sont pas réduit la sécurité juridique attendue pour les personnes suspectées qui ne savent dès lors pas nécessairement sur quel terrain probatoire se positionner.

B. Les présomptions au sein du manquement d'initié

C'est toutefois au sein même du manquement d'initié que les présomptions de culpabilité de droit sont les plus présentes, tant à travers la caractérisation de l'élément matériel de ce dernier **(1)** que de son élément moral **(2)**.

1. Élément matériel

Afin de faciliter la charge de la preuve qui lui incombe et pour assurer une répression efficace des abus de marché, l'AMF a pu édicter des présomptions de culpabilité à la fois au regard de la détention de l'information privilégiée **(a)**, de son utilisation **(b)** du caractère indu de celle-ci **(c)** et de la modification d'un ordre antérieur **(d)**. L'application de ces dernières va néanmoins dépendre du cercle d'initiés auquel le mis en cause appartient.

³⁸⁵ COB, 12 oct. 1993 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 4 avr. 2018, n° 17/10465 ; AMF, comm. sanct., 5 juill. 2018, SAN-2018-08 ; AMF, comm. sanct., 20 juin 2017, SAN-2017-06 ; AMF, comm. sanct., 13 avr. 2018, SAN-2018-03 ; Cass. com., 7 mars 2018, n° 16-17.691 ; AMF, comm. sanct., 29 sept. 2017, SAN-2017-08 ; AMF, comm. sanct., 23 juill. 2015, SAN-2015-15 ; AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN-2019-03 ; AMF, comm. sanct., 1er mars 2007, SAN-2007-13.

³⁸⁶ Cass. com., 26 mai 2009, n° 08-17.138 ; AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN-2019-03.

³⁸⁷ AMF, comm. sanct., 25 oct. 2007, SAN-2008-05, confirmé par Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-65.827 ; AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, SAN-2013-05. Mais pas le mandat ad hoc ou la conciliation en principe : AMF, Recommandation n° 2009-28, 28 juill. 2009. Disponible sur le site internet de l'AMF : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/doctrine/fr/Position/DOC-2009-14/1.0/Information%20financiere%20diffusee%20par%20les%20societes%20en%20difficulte.pdf>.

³⁸⁸ AMF, comm. sanct., 28 févr. 2008, SAN-2008-12.

³⁸⁹ AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04 ; Cass. com., 7 mars 2018, n° 16-17.691 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 17 déc. 2015, n° 2014/19188.

³⁹⁰ B. KEITA, *op. cit.*, p. 536.

³⁹¹ D. MARTIN et M. FRANÇON, « La preuve des abus de marché », *RTDF* 2011, n° 3, p. 10 : « une répression effective des abus de marché telle que requise par la directive éponyme, est une condition essentielle à la compétitivité d'une place financière. Elle dépend, outre de la faculté du régulateur à détecter de telles infractions, de la façon dont la jurisprudence boursière interprète les règles qui encadrent la production et la collecte des preuves de telles infractions ».

³⁹² V. par ex : CEDH, 7 oct. 1988, *Salabiaku c. France*, n° 10519/83, §28 ; CEDH, 25 sept. 1992, *Pham Hoang c. France*, n° 13191/87, §33 ; CEDH, 5 déc. 2006, *Job Vos c. France*, n° 10039/03 ; Cons. const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC ; Cass. crim., 6 nov. 1991, n° 91-82.211.

a) La présomption de détention de l'information privilégiée

La question de la détention de l'information privilégiée est particulièrement importante puisqu'elle permet de déterminer le caractère et la qualité d'initié d'une personne et, ainsi, la répression du manquement d'initié³⁹³. Or, si des preuves directes et tangibles peuvent exister tels que des e-mails, des enregistrements ou des comptes-rendus, la découverte de telles preuves est particulièrement rare et l'AMF a ainsi édicté une présomption de détention de l'information privilégiée pour les initiés primaires, qui sont dès lors présumés détenir des informations privilégiées en raison de leur qualité de membres des organes de direction, d'administration ou de surveillance des émetteurs³⁹⁴. Cette présomption édictée par l'AMF a pu être rappelée plusieurs fois par cette dernière, comme en témoigne par exemple sa décision du 4 octobre 2007, où elle a précisé que le dirigeant, en sa qualité de principal dirigeant et administrateur de la société à la date de la vente de ses titres, « *ne pouvait ignorer la situation réelle de la société et les difficultés financières qu'elle rencontre* »³⁹⁵. Ainsi, dès qu'un initié primaire détient une information présentant le caractère d'information privilégiée, il est présumé détenir celle-ci³⁹⁶. Or, comme cela est démontré ci-après, les initiés primaires sont présumés avoir conscience du caractère privilégié de l'information. La présomption de détention pour les initiés primaires est donc imbriquée dans celle de conscience de l'information privilégiée, la deuxième déduisant la première.

Toutefois, au regard du respect de la présomption d'innocence, cette présomption ne peut être que réfragable, puisque ce critère est exigé afin que la présomption de culpabilité soit valable³⁹⁷. En outre, les initiés primaires peuvent ne pas avoir connaissance de tous les événements et de toutes les décisions intéressant leur société. Or, ces derniers doivent pouvoir continuer d'agir sereinement en cas d'opération sur leurs titres et conserver une marge de manoeuvre dans la gestion de leur société³⁹⁸. Ce caractère simple de la présomption a bien été consacré par l'AMF³⁹⁹ et la Cour de cassation⁴⁰⁰.

Enfin, il convient d'ajouter que si les initiés secondaires et tertiaires ne font pas l'objet d'une telle présomption, l'AMF peut néanmoins recourir à la présomption de culpabilité de fait qu'est la méthode

³⁹³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 938.

³⁹⁴ C. DUCOULOUX-FAVARD, « Infractions boursières. - Délits et manquements boursiers », Fasc. 1600, *JCI Banque-Crédit-Bourse*, 2012, n°50 et s.

³⁹⁵ AMF, comm. sanct., 4 oct. 2007, SAN-2007-30. V. aussi AMF, com. sanct., 9 juill. 2014, SAN-2014-14 ; AMF, comm. sanct., 1 mars 2007, SAN-2007-12 : « considérant qu'ainsi, en raison de sa qualité de Président Directeur général, M. J. T. disposait dès le 12 octobre 2004 de l'information privilégiée » ; AMF, comm. sanct., 17 mai 2013, *M. André Talmon*, SAN-2013-03.

³⁹⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON et M. FRANÇON, *op. cit.*, p. 186 ; F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 939 ; A. COURET, H. LE NABASQUE M.L. COQUELET, T. GRANIER, D. PROACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, « Droit financier », *Précis Dalloz* 3e éd., 2019, n° 1796, p. 1430 ; T. BONNEAU, P. PAILLER, A.- C. ROUAUD, A. TEHRANI et R. VABRES, « Droit financier », *LGDJ, coll. « Précis Domat »*, 3e éd., 2021, n° 1488, p. 1003.

³⁹⁷ Ce caractère simple de la présomption a notamment été rappelé au sein de l'arrêt Spector de la CJUE pour les abus de marché (CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08).

³⁹⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANÇON, *op. cit.*, p. 186.

³⁹⁹ AMF, comm. sanct., 20 nov. 2008, SAN-2009-09 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 24 nov. 2009, n°2009/02626.

⁴⁰⁰ Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82.263. Cette position se trouve confortée par la CJUE : CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08.

du faisceau d'indices⁴⁰¹. Ainsi, aucun initié n'est à l'abri de l'application d'une présomption de culpabilité, qu'elle soit « *quasi-légale* »⁴⁰² ou de fait.

b) La présomption d'utilisation de l'information privilégiée

C'est l'arrêt Spector de 2009 de la Cour de Justice de l'Union européenne – qui a vocation à s'appliquer encore sous le Règlement MAR⁴⁰³ - qui est à l'origine explicitement de la majorité des présomptions de culpabilité édictées au sein du manquement d'initié⁴⁰⁴. En effet, une question préjudicielle avait été posée à la CJUE quant à l'interprétation à donner au terme « *utilisation* » d'une information privilégiée repris par l'article 8 du Règlement MAR. Il convenait en effet de savoir si celle-ci résultait de sa simple détention, c'est-à-dire s'il était nécessaire de démontrer que l'initié avait agi sur le fondement ou en considération de cette information, et si elle nécessitait ou non de déterminer l'intention de tirer profit de l'information privilégiée (élément moral).

Ainsi, c'est bien l'action sur le fondement d'une information privilégiée qui est réprimée par le manquement d'initié par utilisation, mais cette utilisation de l'information est présumée de manière réfragable lorsqu'un initié effectue une opération sur un instrument auquel se réfère l'information privilégiée qu'il détient⁴⁰⁵. En effet, la Cour précise que le fait qu'un initié primaire qui détient une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information, implique que cette personne a « *utilisé cette information au sens de l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 (ancienne directive abus de marché), sous réserve du respect des droits de la défense et, en particulier, du droit de pouvoir renverser cette présomption* ». Cette présomption relevée au sein de l'arrêt de la CJUE concerne donc les initiés primaires au sens européen, à l'exclusion des initiés secondaires et tertiaires⁴⁰⁶. Néanmoins, le Règlement MAR reprend la position de la CJUE dans son considérant 24 en l'élargissant à l'ensemble des initiés et non plus à ceux primaires et précise, lui aussi, que cette présomption s'entend « *sans préjudice des droits de la défense* »⁴⁰⁷.

Ainsi, une présomption simple est là encore édictée au sein du manquement d'initié afin de faciliter la répression effective de l'abus de marché tout en rappelant qu'une telle présomption ne saurait porter atteinte à la présomption d'innocence. En principe, la preuve contraire doit donc pouvoir être rapportée par le mis en cause, afin d'assurer le respect de sa présomption d'innocence malgré

⁴⁰¹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 950 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 188 et 190.

⁴⁰² T. BONNEAU, dans 10e colloque de la Commission des sanctions, table ronde n° 1, « La question de la preuve », Paris, 5 oct. 2017.

⁴⁰³ N. IDA, *op. cit.*, p. 606.

⁴⁰⁴ CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, C-45/08.

⁴⁰⁵ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 940. Pour une application de cette présomption : CA Paris, p. 7, ch. 7, 30 mars 2010 n°09/13348 ; Cass. com., 29 mars 2011, n°10-15.866.

⁴⁰⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 609.

⁴⁰⁷ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 950 ; S. TORCK, « L'étau se desserre autour des initiés », note ss. CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, C-45/08, *BJB* mars 2010, n°JBB-2010-012, p. 90 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 232.

Pour une interprétation quelque peu différente : N. IDA, *op. cit.*, p. 610. Il précise en effet que l'extension aux initiés tertiaires n'a pas été reprise dans l'article 8 du Règlement MAR qui est le seul à avoir valeur normative contrairement au considérant qui n'a que valeur interprétative. Selon lui, la présomption ne devrait valoir pour l'instant qu'à l'égard des initiés primaires et secondaires.

l'exception qui y est portée. Cette position a en effet été rappelée par l'AMF⁴⁰⁸ et la CJUE a notamment justifié l'édiction d'une telle présomption au regard de la vraisemblance de celle-ci et des situations qui se produisent le plus souvent au sein des marchés⁴⁰⁹. Certains auteurs ont notamment pu arguer que cette présomption avait une certaine inutilité « car, dans la plupart des cas, le lien entre la détention de l'information et la décision d'opérer sur le marché est tellement probable que, avec ou sans présomption, [la personne poursuivie] prend l'initiative de présenter ses défenses sans qu'on les lui demande »⁴¹⁰. Néanmoins, au regard d'un initié primaire particulièrement expérimenté, et qui dispose souvent « d'importants moyens pour se disculper »⁴¹¹, cette présomption permet de dispenser l'AMF d'une preuve difficile et ramène à l'idée de Bentham selon laquelle « le fardeau probatoire pèse sur celui qui peut produire la preuve avec le moins de peine »⁴¹².

c) La présomption de l'illégitimité de l'utilisation

La notion d'utilisation induue a été introduite par l'arrêt Spector où la CJUE a distingué les utilisations légitimes des utilisations indues, les dernières étant seules constitutives d'une opération d'initié⁴¹³. Cette idée est également reprise par le considérant 24 du Règlement MAR qui rappelle l'objectif du Règlement qui est de « protéger l'intégrité du marché financier et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle se fonde sur (...) l'assurance (qu'ils seront) protégés contre l'utilisation abusive d'informations privilégiées ». S'est alors posé la question de savoir si une présomption d'illégitimité de l'utilisation avait été édictée par l'arrêt Spector puisque ce dernier n'était pas explicite à ce sujet.

Toutefois, l'AMF a à nouveau décidé de faciliter l'administration de la preuve des abus de marché et d'assurer l'effectivité de leur répression en instaurant, d'elle-même, une présomption d'illégitimité de l'utilisation de l'information privilégiée à l'égard des initiés primaires et secondaires, qui vient d'ajouter à la présomption d'utilisation⁴¹⁴. La création prétorienne de cette présomption de culpabilité s'ajoute ainsi aux atteintes et aux exceptions portées à la présomption d'innocence du mis en cause au sein des manquements d'initié. Toutefois, là encore, cette présomption est supposée être simple, afin d'être conforme et de respecter à la présomption d'innocence.

⁴⁰⁸ AMF, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, *position-recommandation* DOC-2016-08, 26 oct. 2016. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-09/2016-08-avril-2021.pdf>.

⁴⁰⁹ CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08, §36 : « lorsqu'une (...) 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 ».

⁴¹⁰ J.- H. ROBERT, note ss. Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14- 84.562, *Dr. pénal* oct. 2015, n° 10, comm. 128.

⁴¹¹ D. OHL, « L'information privilégiée dans le contentieux des manquements financiers », dans « Mélanges en l'honneur et à la mémoire de Philippe Bissara », *ANSA*, 2013, p. 282.

⁴¹² J. BENTHAM, « Traité des preuves judiciaires », par E. DUMONT, éd. *Bossanges Frères*, 1823, t. I, p. 163 : « l'obligation de la preuve doit être, dans chaque cas individuel, imposée à celle des parties qui peut la remplir avec le moins d'inconvénients » ; G. LARDEUX, v° « Preuve : règles de preuve », *Rép. civ.* 2018, n° 186 et s. ; N. IDA, *op. cit.*, p. 609.

⁴¹³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 952.

⁴¹⁴ *Ibid* ; N. IDA, *op. cit.*, p. 613. V. aussi : AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN-2019-05, §2 : « Il est interdit aux initiés primaires d'utiliser une information privilégiée lorsqu'ils effectuent une opération de marché. Dès lors qu'est établie la matérialité du manquement d'initié, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer qu'elle n'a pas fait une exploitation induue [de l'avantage] que lui procurait la détention de l'information privilégiée », confirmé par la Cour de cassation (Cass. com., 8 févr. 2011, n° 10- 10.965).

d) La présomption de modification d'un ordre antérieur

Enfin, une dernière présomption a été édictée au sein du manquement d'initié qui se retrouve au considérant 25 du Règlement MAR. Ce dernier précise en effet que « *lorsque qu'une personne entre en possession d'informations privilégiées, il devrait exister une présomption selon laquelle tout changement subséquent reliant ces informations à des ordres passés avant la possession de telles informations, y compris l'annulation ou la modification d'un ordre, ou la tentative d'annuler ou de modifier un ordre, constitue une opération d'initié* ». Il s'agit là aussi d'une présomption simple, le même considérant précisant que « *cette présomption peut (...) être levée si la personne concernée prouve qu'elle n'a pas fait usage des informations privilégiées pour effectuer l'opération* ».

Toutefois, comme a pu le souligner N. Ida, les considérants du Règlement n'ont qu'une valeur interprétative⁴¹⁵ et cette présomption n'a pas été reprise expressément au sein de l'article 8 du Règlement relatif au manquement d'initié ni par la jurisprudence de l'AMF ou les juges de recours. Il est donc possible de s'interroger sur sa valeur normative. Cependant, il est possible de considérer que cette présomption est en réalité applicable et déjà appliquée par l'AMF par son absorption au sein de la présomption d'utilisation exprimée par la CJUE et reprise par l'AMF qui considère en effet que l'utilisation est consommée par l'opération dès lors qu'une personne détient une information privilégiée⁴¹⁶.

2. Élément moral : la présomption de connaissance du caractère privilégié de l'information

L'arrêt Spector reconnaît également explicitement⁴¹⁷ la présomption concernant l'élément moral du manquement d'initié : si le manquement comporte bien un élément intentionnel, ce dernier est présumé à partir de la réunion des autres éléments constitutifs du manquement d'initié⁴¹⁸. Il s'agissait en effet auparavant d'une présomption dissimulée, déjà dégagée par la doctrine à travers une lecture a contrario des dispositions du Règlement général de l'AMF relatif au manquement d'initié⁴¹⁹, qui avait notamment été confirmée implicitement par la Commission des sanctions de l'AMF et la Cour de cassation⁴²⁰. Cette présomption a donc été consacrée formellement par cet arrêt. La Cour de Justice a en effet précisé que « *l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 (ancienne directive Abus de marché) 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* ».

⁴¹⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 610 : car ils visent à « pallier le défaut de travaux préparatoires des textes qui les portent ».

⁴¹⁶ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 951.

⁴¹⁷ *Ibid*, p. 605. Reprise implicitement par le Règlement MAR à l'article 8 § 4, al. 2.

⁴¹⁸ *Ibid*, p. 604.

⁴¹⁹ G. ROCH, « Abus de marché : opérations d'initiés », *Études Joly Bourse* n° EA005, 2012, n° 255, p. 33.

⁴²⁰ Cass, com., 26 mai 2009, n° 08-17.175 : « Et attendu (...) qu'ayant constaté que M. Roy avait participé à la réunion du comité exécutif au cours de laquelle avait été constaté le non-respect de la prévision annoncée et attendue, la cour d'appel a ainsi fait ressortir (...) qu'il avait conscience de détenir une information privilégiée » ; Cass. com., 11 mars 2011 n°09-71.252 ; COB, rapport annuel 1993, p. 14 ; AMF, comm. sanct., 4 oct. 2007, SAN-2007-30 ; AMF, com. sanct., 9 juill. 2014, SAN-2014-14 ; CA Paris, 1^{ère} ch., sect. COB, 15 mars 1995 ; CA Paris, 1^{ère} ch., sect. COB, 23 janv. 1996 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 23 févr. 2010, n°09/08268.

Ainsi, le fait d'avoir remplacé le verbe « *exploiter* », précédemment utilisé pour réprimer le manquement d'initié, par le verbe « *utiliser* », a amené à reconnaître explicitement cette présomption. Cette présomption d'intention repose en effet sur deux fondements selon l'arrêt Spector à savoir que « *l'exécution d'une opération de marché résulte nécessairement d'une chaîne de décisions qui s'inscrit dans un contexte complexe permettant d'exclure, en principe, que son auteur ait pu agir sans avoir conscience de ses agissements* » et que « *l'efficacité du mécanisme de prévention et de sanction administrative des opérations d'initiés serait atténuée s'il était conditionné à la recherche systématique d'un élément moral* »⁴²¹. Encore une fois, cette présomption est édictée afin de favoriser la répression efficace et effective des abus de marché.

Toutefois, cette présomption de connaissance du caractère privilégié de l'information ne joue qu'à l'égard des initiés du premier cercle, c'est-à-dire à l'égard des initiés primaires et secondaires⁴²². ET en effet, cette présomption peut se justifier à l'égard de certains initiés primaires tels que les dirigeants qui sont chargés de la communication financière de l'émetteur et qui sont supposés « *s'interroger quotidiennement, à ce titre, sur la valeur des informations qu'ils détiennent* »⁴²³. Mais cela n'est pas nécessairement le cas des autres initiés concernés par la présomption, tels que les actionnaires ou les salariés, qui ont un degré de conscience différent des informations qui circulent au sein de la société⁴²⁴. De plus, la facilité pour l'AMF dans la caractérisation de l'élément moral du manquement d'initié se retrouve également envers les initiés du second cercle qui ne font pas l'objet de la présente présomption, c'est-à-dire les initiés tertiaires. L'AMF doit en effet prouver que ces derniers avaient la conscience d'agir en connaissance de cause, en conscience du caractère privilégié de l'information, ou avec négligence⁴²⁵. Toutefois elle peut user de la méthode du faisceau d'indices préalablement décrite et qui institue, en réalité, elle-aussi une présomption de culpabilité.

Au surplus, en ce qui concerne le déclenchement de la présomption, il suffit pour l'AMF de prouver l'élément préalable relatif à la détention de l'information privilégiée et la qualité d'initié de premier cercle. Or, la détention de l'information privilégiée est présumée dès lors que l'individu détient une information présentant les caractères d'une information privilégiée, ce qui imbrique ainsi ces deux présomptions et amène à une sorte de « *fusion probatoire* » entre l'élément moral et intentionnel du manquement⁴²⁶. Cette présomption rappelle ainsi un raccourci probatoire qui est fréquent en droit pénal du fait de la difficulté de prouver l'intention de la commission d'un délit face à une délinquance spécialisée et souvent sibylline et secrète dans ses actions⁴²⁷. Ainsi, de manière générale, l'AMF se

⁴²¹ CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08, §36 et 37.

⁴²² F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 954.

⁴²³ *Ibid*, p. 955.

⁴²⁴ *Ibid*.

⁴²⁵ AMF, comm. sanct., 3 avr. 2008, SAN- 2008-11.

⁴²⁶ M.-A. FRISON-ROCHE, « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », dans M.-A. FRISON-ROCHE, J.-C. MARIN et C. NOCQUET (dir.), « La justice pénale face à la délinquance économique et financière », *Dalloz*, 2001, p. 23 . V. aussi : B. KEITA, *op. cit.*, p. 246. V. aussi.

⁴²⁷ A. DARSONVILLE, dans XXIII^e Colloque de l'Association Française de Droit Pénal, « La preuve renversée : l'explosion des présomptions », Paris, nov. 2017, cité par P. BEAUVAIS et R. PARIZOT (dir.), « Les transformations de la preuve pénale », *LGDJ*, 2018, p. 270 et s. ; S. DETRAZ, « La particularité de l'élément moral en droit pénal des affaires », *Revue pénitentiaire et de droit pénal*, oct.- déc. 2018, n°4, cité dans R. SALOMON (dir.), « Problèmes contemporains de droit pénal des affaires », *RDPD* n° 4/ 2018, p. 771 ; W. JEANDIDIER, « L'élément moral des infractions d'affaires ou l'art de la métamorphose », dans « Une certaine idée du droit - Mélanges offerts à André Decocq », *LexisNexis Litec*, 2004, p. 369 ; Y. MULLER- LAGARDE, « La bonne foi : « Peau de chagrin » du droit pénal des affaires », *Gaz. Pal.* 17 mars 2009, n° 76, p. 26.

contente d'« un élément moral réduit à sa plus simple expression »⁴²⁸, un « élément moral embryonnaire » ou « réduit à une véritable peau de chagrin »⁴²⁹. Le Conseil d'État lui-même fait part de « manquements dont l'élément moral se déduit des termes mêmes de leur définition »⁴³⁰. Cela permet ainsi un renforcement de la répression du manquement d'initié qui entraîne, *ipso facto*, un recul du respect de la présomption d'innocence. Un auteur a expliqué cette tendance par le fait que « la rançon de l'élite est de ne pas avoir droit à l'erreur. En transcendant ainsi le profil du délinquant d'affaires, l'action combinée du législateur et du juge met en relief sa nocivité »⁴³¹. Or, ce n'est pas nécessairement l'élite de la société qui est concernée par les manquements boursiers puisque l'initié primaire peut être un simple actionnaire. Cette présomption est donc d'autant plus malvenue.

Toutefois, cette présomption est en principe simple afin d'être conforme aux exigences conventionnelles et constitutionnelles relatives à la présomption d'innocence et comme l'édicte par ailleurs expressément la CJUE dans son arrêt *Spector*⁴³². Comme il a pu être précisé, « s'il est sans doute très difficile pour un initié du premier cercle, et plus encore pour le dirigeant d'une société cotée, d'établir qu'il n'avait pas conscience du caractère privilégié de l'information qu'il détenait, il n'en reste pas moins que la possibilité d'apporter cette preuve et de renverser ainsi la présomption doit être admise (en raison) du respect de la présomption d'innocence »⁴³³.

Il existe ainsi au sien du manquement d'initié une présomption d'influence sensible sur le cours de certaines informations ; une présomption de détention de l'information pour les initiés primaires ; une présomption d'utilisation de l'information privilégiée pour tous les initiés ; une présomption de l'illégitimité de cette utilisation et enfin une présomption de conscience du caractère privilégié de l'information pour les initiés primaires et secondaires. Le manquement d'initié est certainement le manquement dont l'administration de la preuve par l'autorité de poursuite est la plus facilitée de tous les abus de marché. Ces multiples présomptions viennent toutes porter exception au respect de la présomption d'innocence.

Pour les manquements de recommandation ou d'incitation au manquement d'initié, il n'existe aucune autre présomption. Toutefois, la preuve de la recommandation ou incitation reste facilitée pour l'AMF qui peut la rapporter par tous moyens, preuves directes⁴³⁴ ou faisceau d'indices, cette dernière méthode

⁴²⁸ B. KEITA, *op. cit.*, p. 252.

⁴²⁹ R. SALOMON, « le risque boursier : délits et manquements d'initié, de manipulation de cours et de fausse information », *cah. dr. entrepr.*, Janvier-février 2006, p. 56.

⁴³⁰ R. SALOMON, P. MAISTRE DU CHAMBON et A. LEPAGE, « Droit pénal des affaires », *Lexis Nexis*, 6^e éd., sept. 2020, n°944.

⁴³¹ W. JEANDIDIER, « L'élément moral des infractions d'affaires ou l'art de la métamorphose », dans « Une certaine idée du droit - Mélanges offerts à André Decocq », *LexisNexis Litec*, 2004, p. 383.

⁴³² CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08, §39 : « Une telle présomption ne saurait, pour autant, porter atteinte aux droits fondamentaux et, en particulier, au principe de la présomption d'innocence, consacré, notamment, à l'article 6, paragraphe 2, de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, signée à Rome le 4 novembre 1950 (ci-après la CEDH) » et §44 : « que le principe de la présomption d'innocence ne s'oppose pas à la présomption par laquelle l'intention de l'auteur d'une opération d'initié se déduit implicitement des éléments matériels constitutifs de cette infraction, dès lors que cette présomption est réfragable et que les droits de la défense sont assurés ».

⁴³³ N. IDA, *op. cit.*, p. 607.

⁴³⁴ AMF, comm. sanct., 21 déc. 2017, SAN-2017-15.

faisant dès lors réapparaître une présomption de culpabilité de fait⁴³⁵. De plus, l'AMF n'a pas à rapporter la preuve que l'information a été transmise⁴³⁶.

C. Les présomptions au sein du manquement de diffusion d'information privilégiée

Il convient là encore, au sein de ce manquement, de distinguer, les présomptions de culpabilité ayant été édictées au sein de l'élément matériel (1) et de l'élément moral (2).

1. Élément matériel

Tout d'abord, la présomption d'influence sensible du cours pour certaines informations se retrouve également au sein de ce manquement puisque ce dernier réprime la diffusion d'une information privilégiée. Dès lors, la détention d'une telle information au regard des initiés primaires est, elle aussi, présumée par la même présomption de détention qui s'applique au manquement d'initié. Toutefois, il n'existe pas de présomption de divulgation illicite d'information privilégiée ou de divulgation d'une recommandation ou incitation à la commission d'un manquement d'initié. La charge de la preuve continue ainsi de peser sur l'AMF pour caractériser cette divulgation. Néanmoins, là encore, il lui sera possible d'apporter la preuve de la transmission d'une information privilégiée directement ou par la méthode du faisceau d'indices⁴³⁷, faisant ainsi réapparaître une présomption de culpabilité de fait. Comme l'a rappelé F. Martin Laprade au sujet de l'affaire Rosier Raad, « *la méthode du faisceau d'indices peut valablement conduire l'AMF à caractériser le manquement administratif de communication d'information privilégiée à l'encontre d'un initié, en partant de l'observation du comportement ultérieur de la personne qui est suspectée d'en avoir ainsi bénéficié... et réciproquement !* »⁴³⁸.

La position de la Cour d'appel de Paris dans cette affaire mérite une attention particulière à cet égard. En effet, celle-ci a pu, à plusieurs reprises, retenir une certaine présomption de communication d'information privilégiée, sans tenir compte de l'ensemble des exigences nécessaires afin de recourir à la méthode du faisceau d'indices⁴³⁹. Elle a en effet relevé qu'en raison du caractère massif et atypique des opérations réalisées par l'un des frères, seule la détention de l'information privilégiée pouvait expliquer ces opérations et que cette information ne pouvait lui avoir été communiquée que par son frère⁴⁴⁰. La même solution a été retenue dans un arrêt de 2011 relatif à la communication d'une information privilégiée par une avocate à son père. La Cour a précisé que « *l'information privilégiée ne pouvait lui avoir été communiquée que par sa fille compte tenu de son activité professionnelle et des échanges téléphoniques entretenus au moment des faits* ». La présomption instituée par la Cour d'appel semble donc se situer à mi-chemin entre celle du faisceau d'indices et une véritable présomption de culpabilité de droit jurisprudentielle, sans pour autant que cette conception n'ait été reprise par l'AMF⁴⁴¹.

⁴³⁵ AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, SAN-2018-17 ; AMF, comm. sanct. 16 avr. 2013, SAN-2013-11, confirmé par CE, 6e et 1re ss.-sect. réunies, 10 juillet. 2015, n°369454.

⁴³⁶ CE, 6e et 1re ss.-sect. réunies, 10 juill. 2015, n°369454 ; AMF, comm. sanct. 14 déc. 2018, SAN-2018-17.

⁴³⁷ CE, 6 avr. 2016, 6^e et 1^{er} ss-sect. réunis, n°374224 ; AMF, comm. sanct. 25 avr. 2014, *sociétés Elliott*, SAN-2014-03 ; AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-02 ; AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-03.

⁴³⁸ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire *Rosier (Raad)* : restera-t-il encore un peu de suspense devant la cour d'appel de Paris, note ss. CE, 6^e et 1^{er} ss-sect. réunis, 6 avr. 2016, n°374224 », *BJB* juill. 2016, n°114m6, p. 305.

⁴³⁹ CA Paris, p. 5, ch 7, 5 janv. 2010, n°2009/06017 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 10 févr. 2011, n°2010/15488.

⁴⁴⁰ B. KEITA, *op. cit.*, p. 234.

⁴⁴¹ *Ibid*, p. 233 et 234.

2. Élément moral

Ce manquement étant objectif, l'élément moral de celui-ci se réduit à la conscience de détenir une information privilégiée⁴⁴². Là encore, à l'instar du manquement d'initié, les initiés primaires et secondaires font l'objet d'une présomption de conscience du caractère privilégié de l'information détenue pour le manquement de divulgation d'information privilégiée⁴⁴³. Cette présomption est également simple en principe, afin de répondre aux exigences constitutionnelles et conventionnelles relatives au respect de la présomption d'innocence. Toutefois, le fait que la divulgation ait été involontaire, par maladresse, imprudence ou encore négligence, ne permet pas de combattre la présomption⁴⁴⁴.

Néanmoins, en ce qui concerne le manquement de divulgation d'une recommandation ou incitation à commettre le manquement d'initié, aucune présomption n'est établie par le Règlement MAR (article 10.2), l'AMF doit rapporter la preuve que l'auteur savait ou devait savoir que la recommandation ou incitation était fondée sur une information privilégiée⁴⁴⁵. Néanmoins, il est possible de considérer que cette preuve sera particulièrement aisée à rapporter puisqu'il suffit que la personne « *savait ou aurait dû savoir* » qu'il s'agissait d'une information privilégiée, allégeant ainsi la charge de la preuve de l'autorité de poursuite. Il convient toutefois de souligner que l'absence de renversement de la charge de la preuve à cet égard permet un respect plus effectif de la présomption d'innocence du mis en cause et ne peut être que saluée.

Puisque ce manquement correspond à une opération d'initié en raison de la présence d'une information privilégiée, plusieurs des présomptions applicables au manquement d'initié sont ainsi également applicables au manquement de divulgation illicite d'information privilégiée, que ce soit au regard du caractère sensible de l'information, de sa détention ou encore de la conscience du mis en cause de son caractère privilégié. Le manquement de divulgation d'une recommandation ou incitation au manquement d'initié exige, lui, la preuve de ses éléments constitutifs par l'AMF, bien qu'elle soit allégée, sans être pour autant renversée.

§2. Les présomptions de culpabilité au sein des manipulations de marché

La répression des manipulations de marché se matérialise par des présomptions qui peuvent être édictées tant au sein du manquement de manipulation de cours (A), que de diffusion de fausses informations (B) ou de manipulation d'indices (C).

A. Les présomptions au sein du manquement de manipulation de cours

Il convient là encore, au sein de ce manquement, de distinguer, les présomptions de culpabilité ayant été édictées au sein de l'élément matériel (1) et de l'élément moral (2).

⁴⁴² F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 965.

⁴⁴³ *Ibid.*, p. 966.

⁴⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁴⁵ *Ibid.*

1. Élément matériel

La difficulté d'appréhender ce type de pratique et encore plus d'apporter la preuve de ces dernières, a conduit le Règlement MAR à définir ce manquement de façon particulière. Il faut en effet distinguer deux types généraux de comportements manipulateurs, à savoir la manipulation par indications fausses ou trompeuses ou fixation du prix à un niveau anormal ou artificiel et la manipulation par recours à des procédés fictifs ou autre forme de tromperie (article 12. 1 a) et b)). Le Règlement pose ensuite une liste non exhaustive d'indicateurs, complétée par des exemples de pratiques révélatrices de ces indicateurs⁴⁴⁶. Dès lors, il est possible de constater d'ores et déjà que la Commission des sanctions dispose de moyens qui lui facilitent la découverte, la compréhension et l'identification des comportements suspects et qui lui permettront plus aisément de retenir le manquement de manipulation de cours dès lors qu'un des indices ou pratiques est identifié. Toutefois, ces indicateurs ou pratiques n'instaurent pas, en soi, une présomption de culpabilité en faveur de l'AMF et ne la dispense pas ainsi de la charge de prouver de tels faits et le manquement. L'AMF a eu l'occasion de le rappeler récemment⁴⁴⁷.

Toutefois, il existe également trois illustrations spéciales de manipulation de cours, à savoir la position dominante manipulateur, l'intervention manipulateur à l'ouverture ou la clôture et l'utilisation manipulateur du trading algorithmique. Elles sont constitutives, *per se*, d'une manipulation de cours (article 12.2). Cela allège donc également la charge de la preuve pour l'AMF qui n'aura pas besoin de caractériser le comportement au regard des définitions générales et qui pourra le qualifier directement par une illustration spéciale de comportement manipulateur. Toutefois, ces illustrations spéciales n'instaurent également pas, en soi, une présomption de culpabilité à l'égard de l'AMF et ne la dispense ainsi pas de la charge de prouver de telles pratiques et le manquement. Enfin, puisque les deux formes générales du manquement de manipulation de cours sont caractérisées par leur effet avéré ou potentiel sur le fonctionnement du marché (article 12 règlement MAR), la potentialité de l'atteinte permet, elle aussi, d'alléger la charge de la preuve de cet élément, sans pour autant instaurer une présomption à proprement parler.

Ainsi, à l'exception de la présomption de culpabilité de fait par le recours à la méthode du faisceau d'indices ou de la preuve par extrapolation comme cela a pu être développé, il ne semble pas y avoir de présomptions de droit au sein de ce manquement. Néanmoins, une décision a pu éventuellement en relever une : l'identité de l'auteur des ordres émis à partir de serveurs utilisés par plusieurs prestataires. Elle a pu être relevée notamment à l'égard d'un individu⁴⁴⁸ dans l'affaire Kraay Trading IBV déjà mentionnée⁴⁴⁹. Il s'agissait d'une présomption simple comme les exigences conventionnelles et constitutionnelles l'exigent au regard de la présomption d'innocence.

⁴⁴⁶ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 989.

⁴⁴⁷ AMF, comm. sanct., 26 févr. 2021, SAN-2021-01.

⁴⁴⁸ B. KEITA, *op. cit.*, p. 249.

⁴⁴⁹ AMF, comm. sanct., 12 mai 2011, *société Kraay trading I BV*, SAN-2011-09 : « Considérant que, si l'identité du ou des auteurs des ordres transmis le 6 mars 2008 sur le titre Nexans par les deux serveurs locaux d'émission, puis annulés avant leur exécution, n'est pas révélée par les éléments de l'enquête, il ne peut s'agir que de Kraay ou d'un des autres *traders* qui partageaient les serveurs et les locaux mis à la disposition de cette société, que Kraay ayant été la bénéficiaire de tous les ordres sur ce titre qui ont alors été exécutés, il ne saurait être sérieusement envisagé qu'un ou plusieurs des vingt-deux *traders* n'appartenant pas à cette société mais utilisant les mêmes locaux et les mêmes moyens de transmission aient été à l'origine, en moins de 14 minutes, des 101 ordres destinés à être annulés, sauf à imaginer une collusion entre les différents protagonistes ; que Kraay apparaît donc comme l'auteur des ordres exécutés et des ordres annulés ».

2. Élément moral

Tout d'abord, il a été possible de s'interroger sur le caractère objectif ou non du manquement de manipulation de cours par indications fausses ou trompeuses ou fixation du prix à un niveau anormal ou artificiel⁴⁵⁰. Il s'agissait en effet de savoir si cet élément était présumé ou s'il n'existait tout simplement pas, le manquement étant alors purement objectif. Certains auteurs considèrent que cette question n'est pas réglée⁴⁵¹. Toutefois, il est possible de relever que le Conseil d'Etat semble retenir une présomption de l'intention manipulatoire à travers sa décision du 20 mars 2013⁴⁵² où il a précisé que le manquement est caractérisé dès lors que le comportement a eu un effet avéré ou potentiel qui consiste à entraver l'établissement du cours par le fonctionnement régulier du marché⁴⁵³. Certaines décisions de la Commission des sanctions ont également sembler retenir un élément intentionnel comme constitutif du manquement de manipulation de cours⁴⁵⁴. Mais elle a aussi pu affirmer le caractère objectif du manquement en rappelant que les mis en cause ne pouvaient « *utilement soutenir qu'ils n'avaient eu aucune intention de tromper les acteurs du marché* »⁴⁵⁵.

Ces décisions remettent ainsi le doute quant à l'existence ou non de cette intention. Cette hésitation se retrouve aussi au sein des principes directeurs issus de la jurisprudence de l'AMF⁴⁵⁶, où celle-ci rappelle que ses textes ne font pas référence à un élément moral⁴⁵⁷, tout en précisant dans certaines décisions que l'élément moral pourrait être exigé⁴⁵⁸. De l'autre côté, le considérant 23 de la directive MAD et l'avis technique de l'AEMF permettent de retenir un manquement purement objectif de manipulation de cours. Le doute subsiste donc toujours quant à la présomption ou à l'inexistence de l'élément moral en matière de manquement de manipulation de cours, certains auteurs retenant que non⁴⁵⁹, d'autres que oui⁴⁶⁰, d'autres préconisant l'instauration explicite d'une présomption d'intention manipulatoire à partir des éléments matériels du manquement⁴⁶¹. Comme le relève un auteur, « *cet aperçu de la jurisprudence relève la diversité des pratiques manipulatoires, la généralité des textes en*

⁴⁵⁰ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 993.

⁴⁵¹ J.-P. PONS-HENRY, « Manipulations et absence d'intentionnalité : consécration ou évolution ? », *B&D*, mai-juin 2017, p. 15 ; F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 993.

⁴⁵² CE, 6^e et 1^e ss-sect. réunis, 20 mars 2013, n°356476 ; CE, 6^e et 1^{re} ss.-sect. réunies, 19 mai 2017, n°396698 plus ambiguë. V. aussi : B. KEITA, *op. cit.*, p. 248.

⁴⁵³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 992.

⁴⁵⁴ AMF, comm. sanct., 14 mars 2014, SAN-2014-01 ; AMF, comm. sanct., 1^{er} oct. 2014, SAN-2014-17 ; AMF, comm. sanct., 19 oct. 2006, SAN-2007-03, confirmé par CA Paris, 20 nov. 2007, n°2007/00.369.

⁴⁵⁵ AMF, comm. sanct., 4 déc. 2015, SAN-2015-20 ; AMF, comm. sanct., 8 juill. 2016, SAN-2016-11 ; AMF, comm. sanct., 28 déc. 2016 ; SAN-2017-01.

⁴⁵⁶ AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 284.

⁴⁵⁷ AMF, comm. sanct., 16 juillet 2018, SAN-2018-09 ; AMF, comm. sanct., 4 décembre 2019, SAN 2019-16.

⁴⁵⁸ AMF, comm. sanct., 2 mai 2018, SAN-2018-04 ; AMF, comm. sanct., 16 juill. 2018, SAN-2018-09 ; AMF, comm. sanct., 4 déc. 2019, SAN-2019-16 ; CA Paris, ch. 6, 10 déc. 2019, n°10/00495 qui parle d' « élément moral de la manipulation de cours, à le supposer exigé ».

⁴⁵⁹ F. BARRIERE, « Manipulation de cours et trading à haute fréquence », note ss. AMF sanct, 4 déc. 2015, *Société Euronext paris*, SAN-2015-20, *BJB* avr. 2016, n°113g3, p. 143.

⁴⁶⁰ M. TOMASI, « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché », *mélanges AEDBF-France IV*, p. 439 : « Ce qui différencie le manipulateur des autres investisseurs, c'est l'intention de créer, par ces ordres, une agitation inhabituelle, afin d'inciter les autres intervenants à amplifier le mouvement de hausse » ; S. LOYRETTE, « Le contentieux des abus de marché », *Joly éd.*, 2007, n° 247 : « Seule l'intention du manipulateur d'affecter le niveau des cours permet de distinguer clairement son intervention d'une opération normale » ; B. KEITA, *op. cit.*, p. 510.

⁴⁶¹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 995 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 462, se fondant sur la décision AMF, com. sanct., 20 déc. 2007, SAN-2008-09.

la matière ainsi que la volonté de l'autorité répressive de faciliter leur répression par la définition d'un système de preuve objectif »⁴⁶².

Enfin, en ce qui concerne la manipulation de cours par recours à des procédés fictifs ou tout autre forme de tromperie ou d'artifice, une présomption peut être retenue de cet élément qui sera en effet « induit » de l'élément matériel puisque le « recours à un procédé fictif ou à la tromperie ne saurait être involontaire »⁴⁶³.

Ainsi, au sein du manquement de manipulation de cours, il n'existe pas à proprement parler de présomptions de culpabilité. En effet, s'il peut exister une présomption sur l'identité de l'auteur des ordres émis, cette dernière ne semble avoir été relevée qu'une seule fois. De même, la présomption de l'intention manipulateur n'a également jamais été affirmée expressément et laisse ainsi subsister le doute sur le fait de savoir si cet élément intentionnel fait ou non partie des éléments constitutifs du manquement. Ainsi, même si la découverte de ce manquement et la preuve de celui-ci restent facilitées par d'autres mécanismes, la présomption d'innocence du mis en cause ne subit pas d'atteinte par l'édicté de présomptions de culpabilité réglementaires ou jurisprudentielles.

B. Les présomptions au sein du manquement de diffusion d'information fausse ou trompeuse

Les présomptions édictées afin de faciliter la répression de ce manquement se retrouvent tant au sein de son élément matériel (1) que de son élément moral (2).

1. Élément matériel

Ce manquement est caractérisé dès lors qu'il y a la diffusion d'informations qui « donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou cours d'un instrument financier » ou bien « qui fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou plusieurs instruments financiers »⁴⁶⁴. Il s'agit de la diffusion, à une pluralité de destinataires, de toutes informations qui sont présentées de manière telles à induire le public en erreur⁴⁶⁵. Elle doit se traduire par un effet au moins potentiel sur l'offre, la demande ou le prix d'un instrument financier. Si la preuve de l'impact potentiel sur le cours est déjà plus simple à rapporter par l'AMF que la preuve de l'impact avéré⁴⁶⁶, l'effet du manquement de communication d'informations fausses ou trompeuses sur le fonctionnement du marché a en effet pu être présumé⁴⁶⁷. La Commission des sanctions a ainsi pu relever à deux reprises que certaines informations affectaient « par nature » le fonctionnement du marché⁴⁶⁸. Toutefois, en dehors de cette présomption, il ne semble pas que d'autres aient été édictées afin de faciliter la caractérisation de ce manquement par l'AMF, d'autant plus que la méthode du faisceau d'indices n'y est pas employée.

⁴⁶² B. KEITA, *op. cit.*, p. 510.

⁴⁶³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1010.

⁴⁶⁴ Article 12.1 c) du Règlement MAR.

⁴⁶⁵ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1023 et considérant 47 du Règlement MAR.

⁴⁶⁶ V. par ex : AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 281.

⁴⁶⁷ B. KEITA, *op. cit.*, p. 248.

⁴⁶⁸ AMF, comm. sanct., 30 avr. 2014, *Société belvédère et alii*, SAN-2014-04 ; AMF, comm. sanct., 23 févr. 2006, SAN-2006-17 ; Cass., com., 7 juill. 2009, n°08-17. 541.

Enfin, la forme spéciale du manquement de fausse information consistant à diffuser un avis après avoir pris une position sur l'instrument financier auquel il se rapporte et d'en tirer profit sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêt existant (l'avis étant alors en lui-même trompeur), ne semble pas faire l'objet de présomptions supplémentaires.

2. Élément moral

Toutefois, afin de faciliter la caractérisation de la diffusion de fausse information, l'AMF a pu édicter une présomption de connaissance du caractère fallacieux de l'information communiquée au marché, qui pèse à la fois sur le dirigeant⁴⁶⁹ et sur l'émetteur⁴⁷⁰, en raison de la connaissance particulière qu'ils sont supposés avoir des informations en cause. Les dirigeants sont de plus tenus de communiquer des informations précises, sincères et exactes selon l'article 223-1 du Règlement général de l'AMF. Néanmoins, cette présomption est en principe simple afin d'être conforme aux exigences conventionnelles et constitutionnelles relatives à la présomption d'innocence⁴⁷¹. De plus, il semble que l'AMF ait abandonné cette présomption à l'égard des dirigeants depuis l'entrée en vigueur du Règlement MAR⁴⁷². En effet, dorénavant, le manquement ne peut être caractérisé à l'égard des dirigeants que s'ils connaissaient ou auraient dû connaître le caractère inexact ou trompeur des informations⁴⁷³. L'AMF prouve ainsi désormais la connaissance du dirigeant ou le fait que le dirigeant ne pouvait pas ne pas avoir connaissance du caractère inexact ou trompeur de l'information⁴⁷⁴. Cette preuve reste donc en réalité facilitée pour le dirigeant puisque l'élément moral se réduit en pratique à une simple faute d'imprudence, aisément caractérisable en fonction de la nature des fonctions exercées par le dirigeant mis en cause et les circonstances d'espèces : il « *aurait dû savoir* » le caractère faux ou trompeur de l'information⁴⁷⁵.

Egalement, à l'égard des autres personnes, comme pour le manquement de divulgation illicite d'information privilégiée, le manquement peut être caractérisé par une simple faute d'imprudence (« *aurait dû savoir* »). Cela facilite donc aussi considérablement la preuve de cet élément intentionnel pour l'AMF, qui peut prouver soit une faute d'imprudence, soit une faute intentionnelle⁴⁷⁶. Toutefois, la charge de la preuve n'est pas renversée et la pratique témoigne que l'AMF tend à prouver ces fautes, sans recourir pour autant à la méthode du faisceau d'indices⁴⁷⁷. Ainsi, il ne semble qu'il soit porté directement atteinte à la présomption d'innocence au sein de ce manquement, à l'exception de la présomption de connaissance du caractère faux ou trompeur de l'information qui pèse sur l'émetteur.

⁴⁶⁹ AMF, comm. sanct., 24 mai 2007, SAN-2007-18, confirmé par CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 20 mai 2008, n° 07/14651 ; AMF, comm. sanct. 29 mars 2007, SAN-2007-16 ; AMF, com. sanct., 5 juill. 2007, SAN-2007-20.

⁴⁷⁰ B. KEITA, *op. cit.*, p. 247. V. aussi : AMF, comm. sanct., 17 avril 2019, SAN-2019-04 : « Un émetteur est réputé connaître le caractère inexact ou trompeur d'une information qui a été publiée en son nom et pour son compte » ; AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, SAN-2018-06 ; AMF, comm. sanct., 18 juill. 2018, SAN-2018-10.

⁴⁷¹ *Ibid.*

⁴⁷² CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 20 mai 2008, n°07/14651 ; CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 25 juin 2008, n°07/16187 ; AMF, comm. sanct., 16 juill. 2014, SAN-2014-15 ; AMF, comm. sanct., 3 mars 2015, SAN-2015-04.

⁴⁷³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1028.

⁴⁷⁴ AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, SAN-2018-06 ; AMF, comm. sanct. 18 juill. 2018, SAN-2018-10.

⁴⁷⁵ B. KEITA, *op. cit.*, p. 247.

⁴⁷⁶ B. KEITA, *op. cit.*, p. 247 ; F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1027. V. par ex : AMF, comm. sanct., 11 déc. 2019, SAN-2019-17.

⁴⁷⁷ AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 281 et s. V. Par ex : AMF, comm. sanct. 7 mai 2018, SAN-2018-06.

Il existe donc deux présomptions de culpabilité au sein de ce manquement, l'une tenant à l'élément matériel et permettant de présumer l'effet de la diffusion sur le fonctionnement du marché ; l'autre tenant à l'élément moral du manquement à l'égard de l'émetteur et, à mi-chemin de la présomption, au regard du dirigeant. Ainsi, au sein des deux éléments constitutifs du manquement, une exception est portée au respect de la présomption d'innocence afin de faciliter la reconnaissance et la répression du manquement.

C. Les présomptions au sein du manquement de manipulation d'indice

Ce manquement se matérialise par l'absence actuelle d'édiction de présomptions à son égard, tant au sein de son élément matériel (1) que moral (2).

1. Élément matériel

Ce manquement, nouvellement créé par le Règlement MAR à l'article 12. 1 d), ne fait pas pour le moment, l'objet de contentieux. Dès lors, aucune présomption ne peut être relevée quant à ce dernier, aucune n'ayant été expressément ou implicitement édictée. Toutefois il est possible de souligner que, puisqu'il est quasiment impossible pour les autorités de poursuite de prouver que la manipulation d'indice de référence a eu une incidence sur le prix d'instruments financiers liés à ce dernier, l'effet avéré ou potentiel sur le prix ou les cours de l'instrument n'est dès lors pas un élément constitutif du manquement⁴⁷⁸. Cela ne constitue néanmoins pas une présomption mais délimite simplement le champ d'application de la répression de ce comportement.

2. Élément moral

Toutefois, comme pour le manquement de divulgation illicite d'information privilégiée et de diffusion d'information fautive ou trompeuse, il est possible de caractériser le manquement de transmission ou de fourniture d'informations ou de données fausses ou trompeuses sur un indice de référence, par une simple imprudence (« *aurait dû savoir* »). Cela facilite considérablement la preuve de l'élément intentionnel pour l'AMF qui peut prouver ainsi une faute d'imprudence (« *aurait dû savoir* »), ou une faute intentionnelle (« *savait* »). Cela n'institue néanmoins aucune présomption et ne porte ainsi pas directement atteinte à la présomption d'innocence.

Il n'existe donc pas, pour l'heure, de présomptions de culpabilité édictées au sein de ce manquement, ce qui laisse ainsi intacte la présomption d'innocence du mis en cause et son effectivité.

SOUS SECTION 2 : Une applicabilité similaire aux infractions pénales ?

Puisque la répression des abus de marché est duale, il est légitime de s'interroger sur l'édiction de présomptions de culpabilité légale ou jurisprudentielle similaires devant les juridictions pénales ou si au contraire, il existe un respect plus effectif de la présomption d'innocence au sein des délits d'abus de marché. En effet, les infractions d'abus de marché ont été remodelées suite à l'entrée en vigueur de la directive MAD qui est venue harmoniser la répression pénale des abus de marché. Ses dispositions

⁴⁷⁸ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1035.

étaient prévues initialement pour réprimer les abus de marché les plus graves⁴⁷⁹. Ce n'est néanmoins pas ce qui a été retenu par le législateur français : la répression pénale est en effet concurrente à celle administrative et suit le mécanisme d'aiguillage instaurée par la loi du 21 juin 2016. Toutefois, la directive rappelle, dès ses considérants 27 et 28 qu'elle « *respecte les droits fondamentaux et observe les principes reconnus par la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne (...) tels qu'ils sont reconnus dans le traité sur l'Union européenne (et) plus particulièrement (...) la présomption d'innocence et les droits de la défense* » et que « *lors de la mise en œuvre de la présente directive, les États membres (doivent) veiller à garantir les droits procéduraux des suspects ou des personnes poursuivies dans le cadre des procédures pénales. Les obligations qui leur incombent en vertu de la présente directive sont sans préjudice des obligations qui sont les leurs au titre du droit de l'Union sur les droits procéduraux dans le cadre de procédures pénales* ». Le respect de la présomption d'innocence est donc d'emblée affirmé avec plus de véhémence au sein de cette directive, en comparaison avec le Règlement MAR applicable, lui, en matière administrative. Ce dernier ne rappelle en effet la nécessité de respecter la présomption d'innocence que rapidement au sein de son considérant 24 et 74 en mentionnant « *les droits de la défense* », sans pour autant faire une référence explicite à la présomption d'innocence.

Ainsi, les modifications apportées par les juridictions pénales dans la caractérisation des éléments matériel et moral des abus de marché sont plus protectrices de la présomption d'innocence (§1), avec une nuance toutefois, au regard de la jurisprudence sur la catégorie des délits matériels (§2).

§1. Eléments constitutifs des délits : similitudes et différences probatoires

Il existe des divergences entre les présomptions appliquées par l'AMF et le PNF qui se retrouvent à la fois au sein des délits d'opérations d'initiés (**A**) et de manipulations de marché (**B**). Il convient néanmoins d'ores et déjà de préciser qu'il existe au sein de l'ensemble des délits relatifs à un abus de marché, un élément moral tenant à la conscience de violer une obligation d'abstention. Cette conscience est présumée irréfragablement, nul n'étant censé ignorer la loi⁴⁸⁰.

A. Les opérations d'initié

Il existe cinq présomptions au sein du manquement d'initié, à savoir la présomption d'influence sensible du cours pour certaines informations, de détention de l'information privilégiée, d'utilisation de celle-ci, d'illégitimité de cette utilisation et de conscience du caractère privilégié de l'information. Elles s'appliquent différemment selon la catégorie d'initié en cause. Or de telle présomptions ne s'appliquent pas de manière similaire au sein de l'élément matériel (**1**) et moral (**2**) du délit d'initié et de divulgation illicite d'information privilégiée.

⁴⁷⁹ Considérant 5, 6 et 11 de la directive MAD.

⁴⁸⁰ B. KEITA, *op. cit.*, p. 202 ; J. CARBONNIER, « La maxime nul n'est censé ignorer la loi », *Journées de la Société de législation comparée*, 1984, p. 321 et s. V. aussi : Cass. crim., 24 févr. 1820, Bull. crim. n° 33. Certains auteurs critiquent cette présomption : « la présomption de connaissance du droit repose sur une fiction juridique, sur un artifice technique sans rapport avec la réalité sociale » (R. MERLE et A. VITU, « Traité de droit criminel », t. 1, *Cujas 7^e éd.*, 1997, n°550).

1. Élément matériel

En premier lieu, il est possible de penser que la présomption d'influence sensible du cours de certaines informations s'applique de façon similaire devant les juridictions pénales, puisque la définition de l'information privilégiée est identique. En effet, l'article L465-1 C du CMF renvoie à la définition de l'information privilégiée posée par l'article 7 du Règlement MAR. Néanmoins, si les juges judiciaires, tant la Cour d'appel que la Cour de cassation, ont pu confirmer en tant que juridiction de recours des décisions de la Commission des sanctions quant à ces présomptions⁴⁸¹, il ne semble pas qu'ils aient eu à se prononcer directement sur celle-ci au regard des délits d'initiés et de divulgation illicite d'information privilégiée ni que cette question ait fait l'objet d'un contentieux ou d'une difficulté particulière.

En second lieu, en ce qui concerne la détention de l'information privilégiée, les juges pénaux opèrent une distinction quant à la présomption établie par l'AMF. La Cour de cassation a en effet pu préciser que les dirigeants de l'émetteur concerné par l'information étaient présumés détenir celle-ci, à charge pour eux d'en apporter la preuve contraire⁴⁸². Toutefois, auparavant, le tribunal correctionnel de Paris, déduisait la détention de l'information privilégiée du dirigeant « *à la fois de la nature de ses fonctions et des conditions dans lesquelles il a effectué les opérations* »⁴⁸³. Cette affirmation a été reprise plusieurs fois par la suite⁴⁸⁴. Dès lors, cette présomption existe elle aussi au sein du droit pénal mais diffère de celle du manquement administratif par sa caractérisation, qui ne se déduit pas de la seule qualité du mis en cause mais également des « *circonstances dans lesquelles il a effectué* » l'opération litigieuse. De plus, il semble que cette semi-présomption ne vise que les dirigeants et non pas tous les initiés primaires, ce qui différencierait également du manquement d'initié. Toutefois, il est probable que ces derniers soient visés en raison de l'évolution des catégories d'initiés. Pour le reste des initiés néanmoins, les juges pénaux se fondent sur les éléments matériels en présence et statuent au regard de leur intime conviction (article 427 du CPP).

Cependant, en troisième lieu, il semble que la présomption d'utilisation de l'information privilégiée en matière de délit d'initié existe également devant les juges pénaux. Dans un premier temps, la Cour de cassation a d'abord retenu que l'information privilégiée devait être « *déterminante* » des opérations réalisées par le mis en cause. Elle exigeait en effet un lien entre la détention de l'information et les opérations réalisées par le détenteur de celle-ci⁴⁸⁵. Il était donc nécessaire de prouver le lien causal entre la détention de l'information et l'opération réalisée par celui qui la détenait⁴⁸⁶, ce qui permettait ainsi également au dirigeant d'avoir une plus ample liberté de mouvement dans la gestion de son entreprise. Des relaxes sur ce fondement avaient par ailleurs été prononcées puisque le doute profitait à l'accusé⁴⁸⁷. Une telle conception de « *l'utilisation* » requise de l'information privilégiée pour la caractérisation du délit d'initié était donc parfaitement conforme au regard du respect effectif de la

⁴⁸¹ V. Chapitre 1, section 2, sous-section 1, §1, A.

⁴⁸² La présomption étant donc simple : Cass. crim., 15 mars 1993, n°92-8226.

⁴⁸³ T. corr. 15 oct. 1976.

⁴⁸⁴ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 977.

⁴⁸⁵ Cass. crim., 26 juin 1995, n°93-81.646 ; J.-F., RENUCCI, « Les frontières du délit d'initié », *D. affaires*, 1996, chron., p. 403 : « on peut donc penser qu'un initié peut intervenir sur un titre dès lors que sa décision n'a pas été « déterminée » par l'information privilégiée dont il est titulaire, mais par d'autres raisons qu'il lui appartiendra d'expliquer ».

⁴⁸⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 197.

⁴⁸⁷ CA Paris, 28 oct. 1999 ; Cass. crim., 14 juin 2006, n°05-82.453 ; CA Paris, 9^{ème} ch., sect. B, 2 févr. 2007, n°05/01856 ; T. corr. Paris, 13 mai 1986.

présomption d'innocence. Certains auteurs ont néanmoins fait valoir que la prise en compte d'un lien entre l'information et l'opération n'était pas pertinente en raison du principe général du droit pénal d'indifférence des mobiles ainsi que de la finalité de protection et d'intégrité du marché. Ils considéraient que cela faisait peser une charge de la preuve trop lourde sur le ministère public⁴⁸⁸. D'autres ont néanmoins argué que cela restait sans véritable importance dans la mesure où cette utilisation était facilement admise par les juridictions pénales et que seules quatre décisions, dont deux de la Cour d'appel, ont pu prononcer une relaxe à ce titre⁴⁸⁹. Toutefois, si certains auteurs considéraient que la situation restait similaire depuis l'entrée en vigueur du Règlement MAR et de la directive MAD qui « *ne devrait (ent) pas remettre en cause cette exigence qui confère au délit d'initié une véritable spécificité* »⁴⁹⁰, il n'en demeure pas moins que depuis l'arrêt Spector⁴⁹¹, la Cour de cassation a pu annoncer le début d'une application de présomption d'utilisation au délit d'initié⁴⁹² et se rapprocher ainsi du manquement sur ce point. En effet, elle a notamment été amenée en 2015 à rejeter une QPC portant sur la conformité de l'article L465-1 du CMF à la présomption d'innocence, consacrée à l'article 9 de la DDHC. Le mis en cause relevait en effet que cet article utilise « *des termes permettant de présumer de manière irréfragable que le délit est constitué dès lors que l'une des personnes qu'il mentionne réalise sans motif légitime une opération de marché avant que l'information privilégiée dont elle est détentrice ne soit rendue publique* »⁴⁹³. La Cour a néanmoins retenu que la question ne présentait pas de caractère sérieux dans la mesure où les dispositions « *instaurent une présomption d'utilisation de ces informations (à l'égard des initiés primaires et secondaires) qui peut être écartée en rapportant la preuve contraire* ». Cette position avait de plus été déjà suggérée par certains auteurs au regard d'arrêts précédents⁴⁹⁴.

Ainsi, si une telle présomption d'utilisation est réellement et dorénavant édictée, il n'en reste pas moins qu'elle diffère de celle de l'AMF. En effet, celle de l'AMF vise aussi très probablement les initiés tertiaires, comme sus-démonstré, ce qui n'est pas le cas de celle mentionnée par la Cour de cassation dans son arrêt de 2015.

Enfin, en quatrième lieu, il n'existe pas de présomption du caractère indu de l'utilisation au sein de la répression pénale. La charge de la preuve repose donc encore sur l'autorité de poursuite, et permet ainsi un respect plus tangible de la présomption d'innocence.

De plus, en ce qui concerne le délit d'initié par recommandation ou incitation d'une information privilégiée, certains auteurs ont pu alléguer qu'une méthode du faisceau d'indices devrait être instituée, puisque la preuve d'une telle infraction n'est pas aisée. Une telle solution n'est cependant pas retenue à ce jour, permettant un respect effectif de la présomption d'innocence⁴⁹⁵. Également, en ce qui concerne le délit de divulgation illicite d'information privilégiée, il n'existe aucune

⁴⁸⁸ J. COSSON, note ss CA Paris, 30 mars et 26 mai 1977, *D.* 1978, 379 ; F. STASIAK, « Délit et manquement d'initié », *Rép. Sociétés Dalloz*, 2007, n°10.

⁴⁸⁹ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 198. V. aussi : CA Paris, 9^e ch., sect. B, 2 févr. 2007, n°05/01856 ; CA Paris, 9^e ch., 26 oct. 1999, n° 98/08203.

⁴⁹⁰ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 978.

⁴⁹¹ CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08.

⁴⁹² R. SALOMON, « Délit d'initié- Conformité à la constitution de l'article L465-1 du Code monétaire et financier », *comm. ss. Cass. crim.*, 15 déc. 2021, n° 21-83.500 », *Dr. sociétés* n°2, févr. 2022, comm. 23.

⁴⁹³ Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14-84.562, QPC.

⁴⁹⁴ E. DEZEUZE, note ss. CA Paris, p. 5, ch. 12, 22 avr. 2013, n° 12/03600, *RTDF* n° 3/ 2013, p. 113 ; D. SCHMIDT, « Une notion controversée : l'utilisation d'une information privilégiée. Précisions sur les sanctions », note ss. CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08, *BJS* avr. 2010, n°JBS-2010-073. p. 346.

⁴⁹⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 200.

présomption, sous réserve de ce qui vient d'être dit. Ce délit est néanmoins d'autant plus rare qu'il est particulièrement dissimulé et certains auteurs allèguent qu'une utilisation future de la méthode du faisceau d'indices à son égard sera fortement probable pour cette raison⁴⁹⁶.

2. Élément moral

Le législateur français a intégré au sein des délits l'exigence de caractérisation d'un élément moral de l'infraction, parfois exprimé directement par le CMF, parfois, dans le silence des textes, par renvoi à l'article 121-3 du Code Pénal. Ce dernier article retient en effet qu'en l'absence de textes légaux qui prévoient le contraire, « *il n'y a point de (...) délit sans intention de le commettre* ». Cette intégration de l'élément intentionnel au sein des délits d'opérations d'initiés amène en effet à plusieurs distinctions fondamentales vis-à-vis du manquement administratif.

En premier lieu, en ce qui concerne les catégories d'initiés, l'initié tertiaire n'est pas celui qui « *sait ou aurait dû savoir* » mais bien l'initié qui, « *en connaissance de cause* », disposait d'une information privilégiée (article L465-1 du CMF). Si l'AMF n'instaurait pas pour autant une présomption de culpabilité à cet égard, la charge de la preuve lui était allégée puisque qu'elle pouvait rapporter simplement la preuve de l'imprudence ou de la négligence de la personne mise en cause. Cette distinction au sein du délit pénal renforce donc la charge de la preuve au regard de l'autorité répressive, qui ne peut se contenter d'une simple faute d'imprudence ou de négligence pour prouver la qualité d'initié tertiaire de la personne mise en cause et qui doit, au contraire, rapporter la preuve d'une telle intention. Cette distinction joue tant pour l'initié tertiaire du délit d'initié que celui du délit de divulgation illicite d'information privilégiée.

En second lieu, s'il existe une présomption de conscience du caractère privilégié de l'information pour les initiés primaires et secondaires dégagée par l'AMF et l'arrêt Spector de la CJUE, une telle présomption n'existe pas au regard du délit d'initié, pour lequel l'élément intentionnel doit être rapporté par l'autorité de poursuite⁴⁹⁷. L'exigence systématique d'un élément intentionnel dans la constitution des délits d'initiés est la « *différence la plus marquante entre ces infractions pénales et les manquements* »⁴⁹⁸. Cela n'a néanmoins pas toujours été le cas, puisque le délit d'initié incriminé sous la loi du 23 décembre 1970 n°70-1208 était réputé consommé par la simple réalisation d'une opération par l'initié qui détient une information privilégiée, sans que sa mauvaise foi n'ait à être établie⁴⁹⁹. Cette situation a néanmoins été abandonnée suite à l'entrée en vigueur du nouvel article 121-3 du Code Pénal par la loi n°92-1336 du 16 décembre 1992⁵⁰⁰. Toutefois, selon un auteur, cette intention se résumerait à caractériser la conscience chez le mis en cause de n'avoir pas vérifié que l'information détenue était encore privilégiée au moment de l'opération⁵⁰¹. Mais d'autres réfutent cela⁵⁰², à l'instar de la jurisprudence⁵⁰³. Néanmoins, la question de cette présomption au sein du délit d'initié reste

⁴⁹⁶ *Ibid*, p. 262.

⁴⁹⁷ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 979.

⁴⁹⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 201. Cela est consacré également par la directive MAD.

⁴⁹⁹ T. corr. Paris, 29 oct. 1975. V. aussi : J. HEMARD, F. TERRE et P. MABILLAT, « Les réformes apportées à la loi sur les sociétés commerciales en décembre 1970 », *D.* 1971, chron. XXIII.

⁵⁰⁰ T. corr. Paris, 3 déc. 1993 ; T. corr. Paris, 12 sept. 2006 ; T. corr. Paris, 12 nov. 2010.

⁵⁰¹ C. DUCOULOUX-FAVARD, « Infractions boursières. Délits et manquements boursiers », Fasc. 1600, *JCI. Banque-crédit-bourse*, 2012, n°88.

⁵⁰² F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 979.

⁵⁰³ T. corr. Paris, 11 mai 2012.

quelque peu discutée dans la mesure où l'article L465-1 indique que les initiés tertiaires sont ceux qui détiennent l'information « *en connaissance de cause* », et que rien n'est précisé quant à cet élément pour les initiés primaires et secondaires. Certains retiennent une maladresse législative⁵⁰⁴ d'autres en déduisent une présomption légale implicite de cette conscience⁵⁰⁵. Le doute reste donc ouvert quant à l'application ou non d'une telle présomption, ce qui témoigne toutefois que, contrairement à l'AMF, les juges judiciaires n'en feront pas nécessairement un recours systématique.

En ce qui concerne le délit d'initié par recommandation ou incitation, en plus du dol général qui est d'avoir conscience de détenir une information privilégiée, il existe également un dol spécial qui impose de prouver que l'auteur de l'infraction a cherché à encourager un tiers à réaliser l'opération⁵⁰⁶. S'il n'est pas requis pour l'initié de connaître la personne réalisant l'opération ni les modalités de celle-ci, il doit avoir agi dans le but de permettre la réalisation de l'opération et avoir eu ainsi conscience « *de ce que les informations privilégiées qu'il livrait étaient destinées à être utilisées par les opérateurs sur le marché* »⁵⁰⁷.

Enfin, en ce qui concerne le délit de divulgation illicite d'information privilégiée, celui-ci étant également intentionnel, il faut caractériser la conscience de détenir une information privilégiée et l'intention de communiquer une telle information à une personne susceptible de l'utiliser sur le marché⁵⁰⁸. Néanmoins, le tribunal correctionnel de Paris a pu juger que la bonne foi de l'initié, compte tenu de ses fonctions, ne pouvait être retenue⁵⁰⁹. Certains auteurs allèguent dès lors que la mauvaise foi de l'initié pourrait être établie « *par présomption et, notamment, en tirant les conséquences de sa profession ou de ses fonctions pour exclure la simple imprudence* »⁵¹⁰.

Ainsi, contrairement aux cinq présomptions édictées en matière administrative, seules quatre présomptions semblent avoir été créées en matière pénale qui ne visent, par ailleurs, qu'un nombre réduit d'initiés. Trois (à savoir celle d'utilisation, celle d'influence sensible du cours et celle de conscience du caractère privilégié) restent de plus ambiguës quant à leur application réelle et ultérieure devant les juridictions pénales. De même, pour l'ensemble des individus, l'élément intentionnel est plus difficile à caractériser car il ne résulte pas d'une simple faute d'imprudence voire exige même, pour certains délits, un dol spécial. Les juges assurent ainsi globalement un respect plus concret et donc plus effectif de la présomption d'innocence du mis en cause en comparaison avec l'AMF, ce qui rappelle leur rôle primordial au sein de la répression pénale et du respect des droits fondamentaux des individus.

⁵⁰⁴ C. CUTAJAR, Fasc. 20, *JCI pénal des affaires*, n°17.

⁵⁰⁵ G. ROCH, « Abus de marché : opérations d'initiés », *Études Joly Bourse*, 2012, n°EA005, n°255, p. 33 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 204.

⁵⁰⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 205.

⁵⁰⁷ Cass. crim., 26 oct. 1995, *affaire Pechiney-triangle*, n°94-83.780.

⁵⁰⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 263 ; R. SALOMON, « Infractions boursières. – Délits et manquements boursiers », Fasc. 1600, *JurisClasseur Sociétés Traité LexisNexis*, 6 avr. 2022.

⁵⁰⁹ T. corr. Paris, 3 déc. 1993 ; T. corr. Paris, 16 nov. 2004.

⁵¹⁰ F. STASIAK, « Délit et manquement d'initié », *Rep. Sociétés Dalloz*, 2007, n°14 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 263.

B. Les manipulations de marché

Comme précisé, il existe deux présomptions au sein des manipulations de marché auprès de l'AMF : celle de l'effet de la diffusion sur le fonctionnement du marché, pour la diffusion d'information fausse et trompeuse, ainsi que celle de l'élément moral de ce même manquement au regard de l'émetteur et à mi-chemin, au regard du dirigeant. Il n'existe toutefois pas à proprement parler de présomptions au sein du manquement de manipulations d'indices et de manipulation de cours même s'il existe un doute sur une éventuelle présomption d'identité de l'auteur des ordres émis et de l'intention manipulateur du mis en cause. Néanmoins, il importe de vérifier si des présomptions ont été édictées au regard de l'élément matériel (1) et moral (2) des délits de manipulation de marché.

1. Élément matériel

Les manipulations de marché sont réprimées pénalement aux articles L465-3-1 à L465-3-3 du CMF. En premier lieu, pour la manipulation de cours, la directive est venue aligner la définition du délit sur celle du manquement qui reprend donc les deux définitions générales de manipulation posées par le Règlement MAR. La manipulation se matérialise ainsi par des « *indications fausses ou trompeuses ou fixant les cours à un niveau anormal ou artificiel* » ou à travers le recours « *à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice* ». Le délit ne mentionne néanmoins aucun indicateur de manipulation, ni aucune pratique illustrative, qui pourraient faciliter la découverte, la compréhension et la répression de l'infraction. Toutefois, le considérant 17 de la directive MAD dispose que la directive doit être appliquée « *en tenant compte du cadre juridique établi par le Règlement (MAR) et (...) ses mesures d'exécutions* », ce qui laisse donc supposer que les juges peuvent y recourir également. En revanche, contrairement au manquement, il n'existe pas de formes spéciales de manipulation de cours qui viendraient prouver directement ce délit sans avoir à matérialiser les éléments de la définition générale. L'allègement de la charge de la preuve pour l'AMF ne se retrouve donc pas devant le PNF, où la présomption d'innocence est ainsi pleinement respectée, puisque la charge de la preuve pèse bien sur l'accusation et que le doute profite au prévenu.

Enfin, la manipulation par recours à des procédés fictifs doit avoir un effet avéré sur le cours et non pas simplement potentiel, ce qui alourdit la charge de la preuve pour les juridictions pénales⁵¹¹.

Toutefois, il convient, en second lieu, de s'attarder sur le délit de diffusion d'information fausse ou trompeuse. Ce dernier ne reprend en effet pas la définition proposée par la directive MAD⁵¹² et s'aligne sur le Règlement. Toutefois l'infraction réprime le fait de diffuser des informations qui « *donnent* » des indications fausses ou trompeuses et non pas qui sont « *susceptible de donner* » ou qui « *fixent ou sont susceptible de fixer le cours* » à un niveau anormal ou artificiel. Pour cette dernière caractérisation, aucune présomption d'effet sur le fonctionnement du marché n'est retenue en matière pénale qui ne réprime, de plus, que les informations précises, fausses ou trompeuses et non pas les simples rumeurs⁵¹³. Le délit ne réprime également pas la forme spécifique de diffusion d'un avis sans avoir rendu public simultanément le conflit d'intérêt existant quant à celui-ci. Là encore, l'exigence

⁵¹¹ Cette exigence ne se retrouve pas pour la première forme de manipulation de cours qui exige un effet avéré ou potentiel sur l'offre, la demande ou le prix d'un instrument financier.

⁵¹² Article 5 c) de la directive MAD.

⁵¹³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1039.

probatoire est renforcée devant les juridictions pénales dans la caractérisation du délit et permet donc un respect plus conséquent de la présomption d'innocence.

Enfin, contrairement au manquement de manipulation d'indice, la diffusion ou fourniture d'informations ou données fausses ou trompeuses pour calculer un indice doit être « *de nature à fausser le cours* »⁵¹⁴, ce qui rend donc plus difficile sa caractérisation vis-à-vis du manquement et complique également la charge probatoire des juges. Cela permet ainsi également un respect plus tangible de la présomption d'innocence.

2. Élément moral

Il n'existe pas de doute spécifique sur l'élément moral du délit de manipulation de cours, qui doit être caractérisé au regard de l'article 121-3 du CP⁵¹⁵. Si un dol spécial et général était requis avant l'entrée en vigueur de la directive⁵¹⁶, seul un dol général doit maintenant être caractérisé. Toutefois, il existe un doute quant à « *l'intensité de cet élément* »⁵¹⁷. Les juges pourraient en effet ne retenir qu'une « *conscience infractionnelle* » (la conscience d'adopter un comportement entravant ou susceptible d'entraver la fixation du cours) ou exiger la « *volonté de commettre le comportement incriminé* » (l'intention d'adopter un tel comportement), voire la « *volonté d'atteindre le résultat interdit* » (l'intention de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours du titre financier concerné)⁵¹⁸. Pour certains auteurs, cette preuve reste de plus particulièrement difficile à rapporter et se déduit généralement des éléments matériels lorsque ces derniers ne peuvent s'expliquer que par une volonté délibérée d'agir illicitement sur le marché⁵¹⁹.

En ce qui concerne le délit de diffusion d'information fausse ou trompeuse, il n'existe pas de présomption de l'élément intentionnel au regard de l'émetteur ni de quasi-présomption au regard du dirigeant. De plus, aucune faute d'imprudence ne permet de caractériser ce délit puisqu'il suppose la preuve d'un élément intentionnel⁵²⁰. Le dol général consiste alors en la volonté qu'a l'auteur de commettre l'acte illicite. Il faut donc prouver que l'auteur a volontairement répandu l'information, intentionnellement commis l'acte à l'origine de la diffusion et qu'il avait conscience de son caractère erroné⁵²¹. Certains auteurs soulignent que cette difficulté probatoire explique la faible répression de ce délit mais que cette solution est heureuse pour les dirigeants, puisqu'aucune présomption de mauvaise foi ne pèse sur ces derniers en matière pénale, ce qui permet ainsi de protéger les dirigeants négligents ou incompetents⁵²².

Enfin, contrairement au manquement de manipulation d'indice, le délit, lui, exige la preuve du caractère intentionnel de l'infraction (article 121-3 du CP). La faute d'imprudence permise pour le

⁵¹⁴ Article L465-3-3 du CMF

⁵¹⁵ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1037. Les simples rumeurs ne sont pas concernées, comme cela peut être le cas pour le manquement administratif.

⁵¹⁶ *Ibid.*, p. 1036. V. Par ex : Cass. crim., 28 janv. 2009, n°07-81.674 ; CA Paris, 2 févr. 2007, n° 06/08079.

⁵¹⁷ *Ibid.*, p. 1038.

⁵¹⁸ *Ibid.*, p. 1038. Pour D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 458 : « celui-ci correspond à la conscience et la volonté de l'auteur de l'infraction de commettre l'acte illicite et de produire un effet manipulateur ».

⁵¹⁹ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 458.

⁵²⁰ L'article L465-2 du CMF ne fait pas mention de « aurait dû savoir » et requiert donc un élément intentionnel au regard de l'article 121-3 du CP.

⁵²¹ Cass. crim., 6 déc. 2006, n°05-86.441.

⁵²² D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 394.

manquement n'est pas reprise au sein du délit. Cet allègement de la charge de la preuve au profit de l'AMF ne se retrouve donc pas devant les juridictions pénales.

Ainsi, contrairement aux manquements, aucune présomption formelle n'est édictée au sein des manipulations de marché dont la preuve est, par ailleurs, plus délicate à rapporter tant au niveau de l'élément matériel que moral. Dès lors, au regard tant des infractions de manipulations de marché que d'opérations d'initié, le législateur français et la jurisprudence pénale ne sont pas venus entériner expressément les propositions de la directive MAD qui permettaient aux Etats membres de « prévoir des règles pénales plus strictes ». S'il a, en effet, été décidé de ne pas limiter la voie pénale aux manquements les plus « graves »⁵²³, il n'a néanmoins pas été décidé non plus que « l'infraction pouvait résulter « tant d'une imprudence (que) d'une faute grave »⁵²⁴. Il n'a été retenu que la faute intentionnelle au sein de ces infractions. Cela témoigne donc d'une plus grande rigueur et contrainte pour les juges pénaux dans la répression des abus de marché mais favorise et permet le respect effectif de la présomption d'innocence. Les juges assurent globalement un respect plus concret et donc plus effectif de la présomption d'innocence du mis en cause vis-à-vis de l'AMF, ce qui rappelle leur rôle primordial au sein de la répression pénale et au regard du respect des droits fondamentaux des individus.

Toutefois, il convient de souligner qu'il existe une tendance des juges pénaux à établir l'élément moral par la preuve de l'élément matériel.

§2. Élément moral : la tendance des délits matériels

Se pose en effet la question de la possibilité pour la jurisprudence pénale de déduire l'élément intentionnel des abus de marché à travers la caractérisation de leur élément matériel. Au regard de la pratique des juridictions pénales, il est en effet souvent argué que la preuve de l'élément moral se déduit de la preuve des éléments matériels⁵²⁵. Cette pratique renvoie à la notion de délit matériel pour lesquels l'élément intentionnel n'a pas à être prouvé parce qu'il n'est pas exigé ou, par une interprétation plus extensive, par ce qu'il se déduit des circonstances matérielles de l'espèce.

Cette pratique s'explique de nouveau par la particularité du droit pénal des affaires qui fait face à une délinquance souvent spécialisée, dont les intentions sont particulièrement dissimulées⁵²⁶. En l'absence de texte légal, la jurisprudence aurait édicté des présomptions implicites en raison de l'existence d'un lien étroit entre l'élément matériel et l'élément moral voire, en « abusant du caractère souverain de leur appréciation », aurait affirmé parfois « l'existence de l'intention dans des faits qui démontrent tout au plus une imprudence »⁵²⁷. Certains auteurs parlent de « présomption générale de mauvaise foi »⁵²⁸. Si la consécration de l'article 121-3 du Code pénal par la loi n°92-1336 du 16 décembre 1992

⁵²³ Considérant 10 de la directive MAD.

⁵²⁴ Considérant 21 de la directive MAD.

⁵²⁵ R. SALOMON, P. MAISTRE DU CHAMBON et A. LEPAGE, « Droit pénal des affaires », *Lexis Nexis*, 6^e éd., sept. 2020, n°623 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 202. Par ex, en matière de banqueroute en raison de tenue de comptabilité manifestement incomplète ou irrégulière : Cass. crim., 8 oct. 2008, n° 08-81.769 ; en matière de présentation de comptes infidèles : Cass. crim., 26 mars 1990, n° 89-80.448, Cass. crim., 29 nov. 2000, n° 99-80.324.

⁵²⁶ P. BONFILS, E. GALLARDO, « Droit pénal des affaires » *collection LGD- cours* 3^{ème} éd., août 2021, p. 4 à 8.

⁵²⁷ B. BOULOC, « Procédure pénale », *Précis Dalloz* 28 éd., décembre 2021, p. 133.

⁵²⁸ Cass. crim., 8 déc. 1953, Bull. crim. n°377 ; Cass. Crim, n°4 mai 1961, Bull. crim. n°236 ; M.-L. RASSAT, « Procédure pénale », *Ellipses* 3^{ème} éd., 2017, p. 247 : « peu importe de savoir quelle est la nature de l'élément moral

remet en cause cette conception, certains auteurs relèvent toutefois que la Cour de cassation a maintenu cela indirectement en estimant qu'« en cas de la constatation de la violation en connaissance de cause d'une prescription légale ou réglementaire, cette constatation impliquait de la part de son auteur l'intention coupable exigée par la loi »⁵²⁹. D'autres néanmoins allèguent que « cette interprétation ne modifie en rien le caractère intentionnel de ces délits mais consacre simplement une particularité de leur régime, (et ne doit pas être) considérée comme la consécration d'une résurgence des infractions matérielles »⁵³⁰. Néanmoins, pour beaucoup, cette tendance est belle et bien applicable aux abus de marché et notamment au délit d'initié⁵³¹, de divulgation illicite d'information privilégiées⁵³² ou encore de manipulation de cours⁵³³. En effet, en ce qui concerne le délit d'initié par utilisation, certains auteurs avancent l'existence d'un délit matériel pour les initiés primaires⁵³⁴, « dans la mesure où des obligations absolues d'abstention et de discrétion pèsent sur leur personne »⁵³⁵. La mauvaise foi pourrait être déduite de circonstances purement factuelles, telles que la chronologie des événements, l'importance des opérations réalisées ou encore le recours à de faux prétextes pour justifier les opérations⁵³⁶. L'existence d'un tel délit matériel a également pu être avancé au regard de l'affaire Pechiney-Triangle⁵³⁷ où plusieurs auteurs ont pu retenir que les juges pénaux s'étaient contentés de « glisser sur l'élément intentionnel de l'infraction »⁵³⁸ et que la Haute juridiction avait marqué sa volonté de conserver la catégorie des délits matériels et continuait à « admettre que l'élément moral d'une infraction (pouvait) être déduit de la seule violation du texte »⁵³⁹. Pour certains, la Cour aurait même consacré une « véritable présomption jurisprudentielle d'intention qui combat très sérieusement la présomption d'innocence »⁵⁴⁰.

Néanmoins, comme plusieurs auteurs le soulignent, cette idée relève bien plus d'un rapprochement cognitif entre les manquements et les délits d'abus de marché et ne correspond pas à la pratique,

d'un délit puisque ce qui est en cause n'est pas cette question mais celle de déterminer si et comment la partie poursuivante doit établir l'existence de cet élément moral ».

⁵²⁹ Cass. crim., 25 mai 1994, n°93-85.158 ; Cass. crim., 12 juillet 1994, n°93-85.262.

⁵³⁰ A. VIGNON, *op. cit.*, n°441, p. 389 ; J.-P. ZANOTO, « L'élément intentionnel dans la délinquance économique et financière au regard des exigences classiques du droit pénal », dans M.-A. FRISON-ROCHE, J.-C. MARIN et C. NOQUET (dir.), « La justice pénale face à la délinquance économique et financière », *Dalloz coll. « Thèmes et commentaires »*, 2001, p. 33.

⁵³¹ M. VERON, « Le délit d'initié : les contours de l'infraction », *Dr. et patrimoine* 1996, n°54 : « En réalité, le délit d'initié apparaît très proche d'un simple délit matériel imposant aux initiés une abstention totale » ; M. VERON, « Droit pénal des affaires », *A. Colin* 7e éd., 2007, p. 316, n° 369 ; R. SALOMON, note ss. T. corr. Paris, 26 mars 2006, *Dr. sociétés* 2006, comm. 79 : « lorsque l'initié a réalisé directement ou par personne interposée une opération, la mauvaise foi du prévenu n'a pas à être établie spécialement et se déduit de la matérialité des faits ».

⁵³² A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L., COQUELET, T. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, « Droit financier », *Précis Dalloz* 3 éd., sept. 2019, n°155.

⁵³³ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 458.

⁵³⁴ M. VERON, « Droit pénal des affaires », *A. Colin* 7e éd., 2007, p. 316 ; R. SALOMON, « Infractions boursières. – Délits et manquements boursiers », Fasc. 1600, *JurisClasseur Sociétés Traité LexisNexis*, 6 avr. 2022, n°91.

⁵³⁵ *Ibid.* Les initiés primaires ne peuvent valablement invoquer une imprudence ou une négligence : T. corr. Paris, 30 mars 1979 ; T. corr. Paris, 18 avr. 1979.

⁵³⁶ Cass. crim., 15 mai 1997, n° 96-83.828. Lorsque le délit d'initié se cumule avec une fausse information, la mauvaise foi de l'initié s'appuie sur celle résultant de la mauvaise information, laquelle, au surplus, prolonge la période durant laquelle l'information est ignorée du public.

⁵³⁷ Cass. crim., 26 oct. 1995, *affaire Pechiney-triangle*, n°94-83.780.

⁵³⁸ C. DUCOULOUX-FAVARD, note ss. CA Paris, 6 juill. 1994, *Petites affiches*, col. 1, nov. 1994, p. 22.

⁵³⁹ N. ROTONCHEVSKY, « Délit d'initié : l'affaire Pechiney devant la cour de cassation », note ss Cass. crim., 26 oct. 1995, n°5097, *BJB* mars 1996, n°JBB-1996-023, p. 120.

⁵⁴⁰ B. BOULOC, « Présomption d'innocence et droit pénal des affaires », v° Doctrine, *Sommaire du n°3-1995*, p. 471.

comme le témoigne majoritairement la jurisprudence plus récente précitée⁵⁴¹. Si la CEDH a pu admettre au regard d'un délit d'initié qu'un professionnel « *averti, sait ce qu'est un délit d'initié* »⁵⁴², cela ne consacre pas la déduction de l'élément intentionnel par l'élément matériel. Il est plutôt possible de retenir, au regard des délits d'abus de marché, que sans être déduit entièrement de l'élément matériel, l'élément intentionnel se trouve facilité dans sa preuve par les circonstances de l'espèce et les éléments objectifs en cause et se prouve ainsi plus aisément au regard de professionnels avisés ou qualifiés⁵⁴³. Cela se rapproche donc bien plus du système de l'intime conviction du juge (article 427 du Code pénal) qui « *implique que l'examen des faits ou (que) la qualité de l'auteur est de nature à convaincre de l'existence de cet élément moral* »⁵⁴⁴. Cette diminution de la place de l'élément intentionnel au sein des délits boursiers résulte toutefois là encore, d'un souci d'efficacité de la répression qui commande « *un assouplissement de l'élément moral* »⁵⁴⁵.

Ainsi, la répression des abus de marché se matérialise par et met en exergue une pluralité et une multiplication de présomptions de culpabilité qui viennent assurer une répression rapide, efficace voire certaine des abus de marché. Au sein de l'AMF, il est possible de constater un « *déplacement du risque de la preuve de l'AMF vers le mis en cause* »⁵⁴⁶. En effet, l'effectivité de la répression s'exprime tant au niveau de la phase d'enquête qui prépare le contexte favorable à l'édiction future des présomptions de culpabilité, qu'au niveau de la méthode du faisceau d'indices qui permet d'alléger considérablement ou de renverser dans une certaine mesure la charge de la preuve pesant sur l'autorité, que par l'édiction de nombreuses présomptions jurisprudentielles de droit en faveur de l'autorité. Au surplus, le caractère plus objectif des manquements matérialise cette volonté d'assurer une répression plus efficace des abus de marché⁵⁴⁷.

Les juridictions pénales tendent également à étendre au fil des années les présomptions de culpabilité de fait et de droit au regard des délits, ainsi qu'à faciliter la caractérisation de l'élément intentionnel à travers les circonstances de l'espèce et les éléments matériels des délits. Néanmoins, la différence entre l'AMF et les juridictions pénales dans le jeu des présomptions ainsi que dans l'allègement de la charge de la preuve, témoignent que la première a souhaité privilégier la répression effective et efficace des abus de marché au détriment du respect concret de la présomption d'innocence, tandis que la seconde a restitué une situation d'équilibre plus tangible où les atteintes sont bien plus limitées. En effet, s'il existe en réalité peu de différences entre les éléments constitutifs des manquements et des délits, celles qui existent ont toutes pour finalité d'accroître la charge de la preuve envers l'accusation. Ce contraste est bienvenu puisque le respect effectif de la présomption d'innocence n'est pas

⁵⁴¹ J. LASSERRE CAPDEVILLE, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », *BJB* févr. 2009, n°JBB-2009-011, p. 69 ; D ; MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 203 ; A. VIGNON, *op. cit.*, n° 441, p. 243.

⁵⁴² CEDH, 6 oct. 2011, *Soros c. France*, n° 50425/06, p. 25.

⁵⁴³ R. SALOMON, « Infractions boursières – délits et manquements d'initié », Fasc. 1600, *JurisClasseur Sociétés Traité LexisNexis*, 6 avr. 2022, n°92 ; W. JEANDIDIER, « Droit pénal des affaires », *Dalloz* 6^{ème} éd., 2005, n°128.

⁵⁴⁴ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 467 ; J.-P. ZANOTO, « L'élément intentionnel dans la délinquance économique et financière au regard des exigences classiques du droit pénal », dans M.-A. FRISON-ROCHE, J.-C. MARIN et C. NOQUET (dir.), « La justice pénale face à la délinquance économique et financière », *Dalloz coll. « Thèmes et commentaires »*, 2001, p. 33.

⁵⁴⁵ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 243.

⁵⁴⁶ H. BARBIER, « L'évolution du droit financier au contact des droits fondamentaux », dans « Mélanges en l'honneur du professeur Michel germain », *LexisNexis-LGDJ*, 2015, p. 63.

⁵⁴⁷ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 393 : « l'opposition entre le caractère nécessairement intentionnel de l'infraction pénale et l'objectivité du manquement administratif, lequel est censé assurer une protection plus efficace de l'intégrité des marchés ».

simplement mis à mal par l'édition de nombreuses présomptions de culpabilité, mais bien, aussi, par la réunion entre elles de ces dernières.

CHAPITRE 3 : L'ATTEINTE RENFORCÉE A LA PRÉSOMPTION D'INNOCENCE PAR LA COMBINAISON DES PRÉSOMPTIONS

Ce renforcement de l'atteinte au respect effectif de la présomption d'innocence se matérialise à la fois à travers l'addition des multiples présomptions de culpabilité édictées (**section 1**) ainsi que par le cumul de celles-ci (**section 2**).

SECTION 1 : Atteinte à la présomption d'innocence par l'addition des présomptions

L'ensemble des présomptions édictées allègent d'autant plus la charge de la preuve des autorités répressives dans la mesure où elles peuvent s'additionner⁵⁴⁸. Cela se matérialise particulièrement au regard de l'infraction d'initié et, surtout, au regard du manquement d'initié où l'AMF a pu édicter cinq présomptions : celle du caractère sensible de certaines informations afin de les définir comme privilégiées, celle de conscience du caractère privilégié de l'information pour les initiés primaires et secondaires ; celle de détention pour les initiés primaires ; celle d'utilisation pour tous les initiés et celle d'illégitimité de l'utilisation également pour tous les initiés. Ainsi, l'initié primaire qui effectue une opération sur le marché se verra tout d'abord présumer une partie de la définition de l'information privilégiée. Si elle est caractérisée, il sera alors présumé détenir celle-ci, en pleine conscience de son caractère privilégié. Puis, il sera présumé avoir agi sur le fondement de cette dernière, de façon illégitime. Cette addition se retrouve également dans une moindre mesure au regard du délit d'initié.

De plus, l'addition de ces présomptions joue également un rôle à l'égard des autres initiés, puisque plusieurs des présomptions de culpabilité résultent de la méthode du faisceau d'indices, tant pour le manquement que pour le délit. Il en est de même au regard des manipulations de marché et notamment du manquement de manipulation de cours, par la preuve par faisceau d'indices et la preuve par extrapolation, ainsi que par la possible présomption de l'élément moral du manquement.

L'ensemble de ces présomptions, notamment au sein du manquement d'initié, a donc pu amener un auteur à parler d'« *érosion des critères du manquement d'initié* » ou de « *déconstruction progressive des critères constitutifs du manquement d'initié* »⁵⁴⁹, témoignant l'atteinte caractérisée au respect effectif de la présomption d'innocence. L'addition de l'ensemble des présomptions de culpabilité est donc non négligeable et témoigne d'un respect particulièrement allégé voire dérisoire de la présomption d'innocence, où la charge de la preuve est censée peser sur l'accusation et le doute profiter à l'accusé. Le respect effectif et concret de la présomption d'innocence semble complètement « *théorique et illusoire* »⁵⁵⁰ puisqu'« *il est constant qu'à tout le moins, plusieurs probabilités mises*

⁵⁴⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 594.

⁵⁴⁹ D. BOMPOINT, « Reste-t-il des éléments constitutifs au manquement d'initié », note ss. CA Paris, 15 mai 2008, n°2007/09505, *BJB* déc. 2008, n°JBB-2008-059, p.471.

⁵⁵⁰ CEDH, 9 oct. 1979, *Airey c. Irlande*, n°6289/73, §24.

bout à bout ne font pas une certitude »⁵⁵¹. Cette atteinte se matérialise surtout devant l'AMF, par le caractère plus objectif des manquements et les présomptions plus nombreuses et concrètes qui s'y appliquent.

Dès lors, se pose la question de savoir si ces présomptions de culpabilité, de par leur addition, répondent encore aux conditions exigées par la CEDH, la CJUE et le Conseil Constitutionnel pour leur édicition. En effet, des derniers imposent que ces présomptions soient « *encadrées dans des limites raisonnables prenant en compte la gravité de l'enjeu et devant préserver les droits de la défense* »⁵⁵² pour qu'elles soient compatibles avec la présomption d'innocence. Or, la limite du raisonnable semble ici dépassée. Des auteurs ont en effet pu relever une atteinte à la présomption d'innocence par l'application successive de présomptions dans un arrêt de la Cour de cassation qui avait fait application de quatre présomptions à l'égard d'un initié primaire⁵⁵³ : celle de détention de l'information, de connaissance du caractère privilégié de celle-ci, et de son utilisation indue. Un autre auteur relève néanmoins que « *dès l'instant où elles sont régulièrement mises en oeuvre, l'application successive de plusieurs présomptions dans une même affaire ne se heurte à aucun obstacle juridique* »⁵⁵⁴. Il donne notamment en exemple les deux présomptions qui jouent en matière de responsabilité du fait des chose à savoir celle de garde de la chose sur le propriétaire et celle relative au rôle causal de la chose.

Toutefois, l'on peut tout d'abord arguer contre cet argument que les présomptions alléguées ne jouent qu'en matière de responsabilité civile, contrairement à celles au sein des abus de marché qui impliquent des sanctions pénales et, deuxièmement, qu'elles sont édictées pour et au profit de la victime qui a subi un dommage physique ou matériel, contrairement à celles des abus de marché qui le sont en faveur d'autorités répressives et où il n'y a pas nécessairement de victime à proprement parler. Ces deux différences exigent en effet plus de rigueur au regard du droit pénal et des autorités répressives, que ce soit l'AMF ou le PNF, dont le rapport de force diffère avec celui de la personne mise en cause. De même, cette comparaison semble peu pertinente dans la mesure où la présomption d'innocence n'a pas vocation à s'appliquer en matière civile. Toutefois, ce même auteur relève également que ces présomptions répondent et sont justifiées, en matière financière, par « *de fortes probabilités* »⁵⁵⁵ notamment au regard de l'initié primaire qui, par sa situation dans la société, a accès plus facilement aux informations. L'on retrouve dès lors l'une des exigences du Conseil constitutionnel qui autorise les présomptions de culpabilité qui « *induisent raisonnablement la vraisemblance de l'imputabilité* »⁵⁵⁶. L'auteur relève également que le principe de présomption d'innocence n'exige pas « *une certitude absolue* » et que le déclenchement successif de plusieurs présomptions ne génère pas une « *déclaration de culpabilité automatique* »⁵⁵⁷ puisque la personne

⁵⁵¹ P. BRUN, « Les présomptions dans le droit de la responsabilité civile », *Thèse Grenoble* (dir.) N. DEJEAN DE LA BATIE, 1993, p. 358. L'auteur précise également que l'accumulation des présomptions peut conduire à des solutions confinant « au paroxysme de la conjecture » (*Ibid.*, p. 361 et 362).

⁵⁵² CEDH, 7 oct. 1988, *Salabiaku c. France*, n° 10519/83, §29 et CEDH, 25 sept. 1992, *Pham Hoang c. France*, n° 13191/87, §33 ; CJUE, 23 sept. 2009, *Spector*, aff. C-45/08, §43.

⁵⁵³ E. MAZZEI, « Enquêtes de l'AMF et principe du contradictoire », note ss. Cass. com., 1er mars 2011, n° 09-71.252, *Lexbase Hebdo éd. Affaires*, 24 mars 2011, n° 244, C. ARSOUZE, note ss. Cass. com., 1er mars 2011, n° 09-71.252, *Rev. sociétés* 2011. 575.

⁵⁵⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 597 relativement à l'article 1242 alinéa 1^{er} du Code civil. Ce dernier donne également en exemple l'article 311 du Code civil relatif à la date de la conception de l'enfant.

⁵⁵⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 598.

⁵⁵⁶ V. Par ex : Cons. const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC, §5 ; Cons. const., 10 juin 2009, n° 2009-580 DC, §17 ; Cons. const., 10 mars 2011, n° 2011-625 DC, §38.

⁵⁵⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 598.

mise en cause peut renverser ces présomptions en apportant la preuve contraire. Si de tels arguments valent en théorie, il reste que cela met en danger le respect concret de la présomption d'innocence puisque, d'un côté, la preuve, souvent négative, n'est fréquemment pas aisée à rapporter et, de l'autre, l'ensemble des présomptions édictées ne présentent pas nécessairement le caractère réfragable qu'elles devraient avoir, comme il le sera ultérieurement développé⁵⁵⁸.

De plus, la CEDH a eu l'occasion de se prononcer sur les effets de l'addition de présomptions de culpabilité sur la présomption d'innocence et a relevé notamment que « *la tâche de la Cour consiste à rechercher si la procédure litigieuse, envisagée comme un tout, y compris le mode d'administration des preuves, a revêtu un caractère équitable* » et que dès lors, si tous les systèmes juridiques connaissent des présomptions de fait ou de droit, « en matière pénale (la Cour) oblige les États contractants à ne pas dépasser à cet égard un certain seuil », puisque « *la Convention doit s'interpréter de façon à garantir des droits concrets et effectifs, et non théoriques et illusoire (et que) cela vaut aussi pour le droit consacré par l'article 6 §2* »⁵⁵⁹. Elle conclut que l'addition de présomptions, dont la première concernait en l'espèce la matérialité de l'infraction et la seconde l'élément intentionnel qui découlait « *quasi automatiquement* »⁵⁶⁰ de la matérialité des faits, a dépassé les limites du raisonnable et « *réduisait de manière significative* » et « *vid(ait) la présomption d'innocence de sa substance* ». En effet, la requérante « *n'avait de ce fait aucune possibilité d'apporter des preuves à soumettre au débat contradictoire devant le tribunal pour établir la réalité des faits et son absence de culpabilité avant que celui-ci se prononce* »⁵⁶¹.

Si cet arrêt ne s'applique pas en matière financière et que la CEDH rappelle également la limite qu'est la possibilité d'apporter la preuve contraire de ces présomptions, l'addition des présomptions de culpabilité peut donc bien porter atteinte au respect effectif de la présomption d'innocence et la vider de sa substance. Il s'agit ainsi d'une éventualité qui est bien réelle et à laquelle les autorités répressives doivent faire particulièrement attention au sein des abus de marché. L'addition de présomptions de culpabilité relatives aux éléments matériel et moral de l'infraction se retrouve en effet particulièrement dans ce domaine. Cette addition semble aller au-delà du « *raisonnable* » exigé notamment par la CEDH : cette technique probatoire doit être maniée avec précaution, « *sous peine de porter une atteinte disproportionnée au droit fondamental du mis en cause, tant il est vrai qu'on peut finir par prétendre tout démontrer de présomption en présomption, d'indice en indice* »⁵⁶².

SECTION 2 : Atteinte à la présomption d'innocence par le cumul des présomptions

Le cumul se distingue de l'addition des présomptions dans la mesure où il renvoie à une présomption qui se déclenche nécessairement par un fait qui est, lui aussi, présumé⁵⁶³. L'exemple le plus frappant de ce

⁵⁵⁸ V. PARTIE 2, chapitre 1, section 1, §4.

⁵⁵⁹ CEDH, 30 juin 2011, *Klouvi c. France*, n° 30754/03, §38, §40, §41.

⁵⁶⁰ Y. MAYAUD, « Dénonciation calomnieuse, ou du satisfecit de la Cour européenne après la loi du 9 juillet 2010 », note ss. CEDH, 30 juin 2011, *Klouvi c. France*, n° 30754/03, *RSC Dalloz*, 2011, p. 607 : « la première étant volontiers présentée comme contenant la seconde, si bien que l'intention ne serait plus à établir en elle-même ».

⁵⁶¹ CEDH, 30 juin 2011, *Klouvi c. France*, n° 30754/03, §41 et 48.

⁵⁶² N. IDA, « Marché financier - Délit d'initié : la preuve par faisceau d'indices à l'épreuve de la présomption d'innocence », ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *la Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 14, 7 avr. 2022, p. 1150 citant H. DE VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT-MARS et J.-P. BORNET, obs. ss. CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/14851, *Banque et Dr.*, mai-juin 2009, p. 46 au regard de la méthode du faisceau d'indices.

⁵⁶³ *Ibid.*

mécanisme se retrouve de nouveau au regard du manquement d'initié à travers la présomption d'utilisation. La présomption d'utilisation amène en effet au déclenchement et est ainsi le fait générateur d'une seconde présomption de culpabilité établie par l'AMF : la présomption du caractère indu de cette utilisation⁵⁶⁴. De même, la présomption de détention de l'information privilégiée au regard des initiés primaires entraîne aussitôt à leur égard la présomption de conscience du caractère privilégié de celle-ci. Une application similaire peut se présenter par ailleurs au regard des initiés secondaires à travers la présomption de détention par la méthode du faisceau d'indices. Il en est éventuellement de même au regard de la manipulation de cours, si l'on considère que l'élément moral est présumé, dès lors que son fait générateur, à savoir l'élément matériel de la manipulation, est matérialisé. Ce dernier peut en effet être lui-même présumé par la preuve par faisceau d'indices ou par extrapolation. La première présomption « sert alors de *factum probans* à la seconde présomption : une sorte de présomption dans la présomption ou de présomption en carré »⁵⁶⁵. Ainsi, l'éventualité d'un tel cumul existe bel et bien et n'est pas simplement théorique. Elle se présente particulièrement au regard du manquement d'initié qui fait, d'autant plus, l'objet d'une répression plus conséquente. Elle est particulièrement fréquente au regard des initiés primaires puisque ces derniers sont l'objet d'une multitude de présomptions.

Un tel mécanisme peut donc porter atteinte à la présomption d'innocence par le déclenchement en chaîne de présomptions. La question de la compatibilité de ce mécanisme avec la présomption d'innocence se pose alors. Plus particulièrement, il convient de s'interroger sur le fait de savoir si ces présomptions de culpabilité respectent encore les conditions posées par la CEDH, la CJUE et le Conseil Constitutionnel pour leur validité au regard de la présomption d'innocence. Là encore, un auteur a pu relever que cela conduisait à une « *érosion de la probabilité* »⁵⁶⁶. D'autres au contraire ont considéré qu'« *un fait établi au moyen d'une présomption a la même force probante que s'il était démontré de toute autre manière. Il est donc possible de l'utiliser pour faire jouer une autre présomption* »⁵⁶⁷ sans que cela ne porte atteinte à la présomption d'innocence, dès lors que ces présomptions de culpabilité peuvent être renversées par la preuve contraire. Toutefois, là encore, si de tels arguments sont valables en théorie, il demeure que cela met en danger le respect concret de la présomption d'innocence. En effet d'un côté, la preuve, souvent négative, n'est fréquemment pas aisée à rapporter pour le mis en cause, de l'autre, l'ensemble des présomptions édictées ne présente pas nécessairement le caractère réfragable qu'elles devraient avoir⁵⁶⁸. Ce cumul de présomptions semble donc aller au-delà du caractère « *raisonnable* » exigé notamment par la CEDH.

L'addition et le cumul des présomptions portent ainsi une atteinte au respect effectif et concret de la présomption d'innocence et peuvent remettre en cause, dans une certaine mesure, les conditions érigées pour la validité de ces présomptions de culpabilité. Cette atteinte se matérialise d'autant plus que ces addition et cumul peuvent, eux aussi, se combiner. Comme le relève un auteur : « *à la présomption concernant l'intention de l'auteur s'ajoute la présomption selon laquelle l'utilisation de l'information privilégiée présume une utilisation indue de l'avantage procuré par l'information* »⁵⁶⁹. Il convient néanmoins de rappeler qu'ici encore, l'atteinte se matérialise plus devant l'AMF que le PNF, la première ayant édicté plus de présomptions tant de fait que de droit au sein des abus de marché et y ayant également recours plus systématiquement. Les manquements sont

⁵⁶⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 599.

⁵⁶⁵ *Ibid.*, p. 599.

⁵⁶⁶ P. BRUN, « Les présomptions dans le droit de la responsabilité civile », *thèse Grenoble* (dir.) N. DEJEAN DE LA BATIE, 1993, p. 361.

⁵⁶⁷ R. DECOTTIGNIES, « Les présomptions en droit privé », *LGDJ*, Paris, 1950, n° 97, p. 245 ; N. IDA, *op. cit.*, p. 600.

⁵⁶⁸ V. PARTIE 2, chapitre 1, section 1, §4.

⁵⁶⁹ T. BONNEAU, note ss. CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C- 45/ 08, *RDBF* mars- avr. 2010, n° 2, comm. 80.

également définis de manière plus objective. Un auteur a pu souligner une telle différence en « *gageant qu'une telle tendance régressive du droit probatoire ne se donnera jamais à voir devant les juridictions pénales* »⁵⁷⁰.

Toutefois, ces addition et cumul des présomptions ne sont pas les seuls mécanismes qui viennent vider de sa substance la présomption d'innocence, puisque l'atteinte à celle-ci se matérialise également à travers l'articulation de ces présomptions de culpabilité avec les autres principes juridiques qui régissent notre système juridique.

CHAPITRE 4 : LES PRINCIPES VENANT ENTÉRINER LE POIDS DES PRÉSOMPTIONS DE CULPABILITÉ SUR LA PRÉSOMPTION D'INNOCENCE

Les présomptions de culpabilité articulées avec les autres principes tant pénaux (**section 1**) que non pénaux (**section 2**) qui s'appliquent tout aussi bien aux abus de marché, viennent aggraver l'atteinte à la présomption d'innocence pourtant déjà caractérisée.

SECTION 1 : Les principes pénaux

Les principes de droit pénal qui s'appliquent également aux abus de marché amènent ou témoignent d'une atteinte encore plus caractérisée à la présomption d'innocence du mis en cause, tant en raison de l'atteinte additionnel qui est portée au principe de légalité criminelle (**§1**), que par les mécanismes de la responsabilité pénale des personnes morales et physiques (**§2**) et de l'intime conviction du juge (**§3**).

§1. Le principe de légalité criminelle, articulation avec les présomptions de culpabilité jurisprudentielles

Il existe en effet en droit pénal un principe de légalité des délits et des peines, consacré constitutionnellement⁵⁷¹ et conventionnellement⁵⁷². Il rappelle qu'il est impossible de poursuivre une personne ou de la déclarer coupable d'une infraction si les faits qui lui sont reprochés ne sont pas incriminés par la loi⁵⁷³ ainsi que de prononcer une peine qui ne serait pas prévue par un texte. Ce principe s'applique tant devant les autorités judiciaires qu'administratives⁵⁷⁴. La finalité de ce principe est de protéger le justiciable contre l'arbitraire du juge. Il convient en effet de protéger à la fois la liberté des individus mais aussi la sécurité de la société et, ainsi, de trouver un équilibre entre les deux. Ce principe renvoie notamment à une question de légitimité : le choix dans notre société d'incriminer un comportement doit résulter du peuple s'exprimant à travers ses élus⁵⁷⁵.

Le principe de légalité criminelle a ainsi pour conséquence la priorité de la loi pénale. Ainsi, si ce principe implique en principe qu'un individu ne peut être poursuivi et condamné que par l'application d'une loi

⁵⁷⁰ N. IDA, « Marché financier - Délit d'initié : la preuve par faisceau d'indices à l'épreuve de la présomption d'innocence », ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *la Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 14, 7 avr. 2022, p. 1150 à propos de la méthode du faisceau d'indices.

⁵⁷¹ Article 5, 7 et 8 de la DDHC.

⁵⁷² Article 7 de la CESDH ; Article 49 de la Charte DUE ; Article 15 du PIDCP.

⁵⁷³ Article 111-3 du Code pénal.

⁵⁷⁴ A propos du pouvoir de sanction de la COB (CE, 6^e et 1^e ss-sect. réunis, 9 oct. 1996, n°170363) : « le principe de légalité des délits et des peines (...) s'applique aux sanctions administratives au même titre qu'aux sanctions pénales (...) et implique que les éléments constitutifs des infractions soient définis de façon précise et complète ».

⁵⁷⁵ Article 6 de la DDHC : « la loi est l'expression de la volonté générale ».

préexistante à l'acte qui lui est reproché, il est toutefois possible de faire un parallèle avec l'édiction des présomptions de culpabilité établies par la jurisprudence au sein des abus de marché. En effet, s'il n'est pas question pour la jurisprudence de créer les manquements ou les délits d'abus de marché, qui sont en effet établis par la loi ou par le Règlement européen MAR, il est néanmoins possible de rapprocher la finalité du principe de légalité des délits et des peines à l'édiction de ces présomptions. Or, comme on a pu le relever, aucune des présomptions de culpabilité tant de fait que de droit ne résulte explicitement de la loi. Certaines sont établies implicitement par la lecture des textes, d'autres créées de toutes pièces par les autorités répressives afin de faciliter et de s'assurer de l'efficacité de la répression des abus de marché. Bien que cette constitution jurisprudentielle soit constitutionnellement et conventionnellement possible, elle amène à faciliter grandement voire dangereusement la preuve de la culpabilité du mis en cause et semble aller à l'encontre de la finalité du principe de légalité criminelle qui se veut de protéger les justiciables contre l'arbitraire des juges et d'assurer la priorité de la loi pénale en cette matière. Il peut ainsi paraître regrettable que l'ensemble de ces présomptions, qu'elles soient justifiées ou non, n'ait pas été édicté par la loi (légalité formelle) ou, du moins, consacré ultérieurement par celle-ci, afin d'assurer une plus grande légitimité à ces présomptions. Une telle assise légale permettrait également d'assurer une plus grande prévisibilité et égalité entre les mis en cause dans leur application.

De plus, le principe de légalité des délits et des peines a également pour finalité d'assurer l'égalité de tous devant la loi pénale⁵⁷⁶. Or, comme cela a pu être relevé, il existe au sein de la répression des abus de marché un principe d'aiguillage entre la voie administrative et la voie pénale qui ne dépend dans aucune mesure du mis en cause. Cet aiguillage s'opère en effet entre l'AMF et le PNF et, en cas de conflit, est jugé par le procureur de la Cour d'appel de Paris, sans que le mis en cause ne dispose d'un quelconque recours contre ce processus⁵⁷⁷. Ce mécanisme prend toute son importance au regard du jeu des présomptions de culpabilité puisque ces dernières sont plus nombreuses et s'appliquent avec plus d'envergure devant l'AMF, où la répression se veut plus effective. La présomption d'innocence du mis en cause ne sera donc pas respectée avec la même étendue devant l'AMF ou le PNF. Le poids de ces présomptions de culpabilité sur le respect effectif de la présomption d'innocence est donc renforcé par le mécanisme d'aiguillage, qui porte dès lors également une atteinte à l'égalité devant la loi pénale.

Enfin, l'absence des effets bénéfiques liés à une consécration légale se retrouve également au regard du contenu de la loi pénale, qui est censée devoir présenter certaines qualités telles que la précision et la clarté (légalité matérielle). En effet, comme il a pu être relevé et souligné par plusieurs auteurs⁵⁷⁸, les définitions des manquements et délits d'abus de marché sont particulièrement larges, visant toutes « opérations »⁵⁷⁹, « toute communication »⁵⁸⁰, ou encore « une opération, (..) un ordre ou (..) un comportement »⁵⁸¹. Cette laxité se retrouve là encore d'autant plus devant l'AMF où l'autorité « s'est montré(e) plus souple s'agissant du principe de légalité des incriminations en se contentant souvent d'incriminations textuelles vagues ou en admettant qu'(elle) détermine elle-même (...) les éléments constitutifs de l'infraction »⁵⁸². La définition générale de ces manquements et délits a pour but là encore d'assurer une répression efficace et effective des

⁵⁷⁶ « Légalité des délits et des peines », *Fiche d'orientation Dalloz*, sept. 2022.

⁵⁷⁷ Article L465-3-6 du CMF.

⁵⁷⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 448 ; F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 992.

⁵⁷⁹ Article L465-1 du CMF et même signification au regard de l'article 8 du Règlement MAR.

⁵⁸⁰ Article L465-3 du CMF et article 10 du Règlement MAR (« divulgation »).

⁵⁸¹ Article L465-3 du CMF et article 12 du Règlement MAR.

⁵⁸² M. DELMAS-MARTY et C. TEITGEN COLLY, « Punir sans juger ? de la répression administrative au droit administratif pénal », *Economica*, 1992, p. 29.

abus de marché en faisant entrer le plus de comportements possibles dans le champ de la répression. Or comme le relève la doctrine suite à l'arrêt *Soros c. France* de la CEDH⁵⁸³, la « *conception lâche du principe de la légalité criminelle (fait) place à l'interprétation jurisprudentielle, chargée d'assurer la prévisibilité de la « loi »* »⁵⁸⁴.

Ainsi, le poids des présomptions de culpabilité sur le respect effectif de la présomption d'innocence est d'autant plus fort par le fait que le principe de légalité criminelle, légalité tant matérielle que formelle, est lui aussi sujet à plusieurs limites au regard du droit financier.

§2. Le principe de responsabilité des personnes morales et physiques, articulation avec les présomptions de culpabilité jurisprudentielles

L'importante conséquence que produisent les présomptions de culpabilité au sein des abus de marché se matérialise encore plus particulièrement au regard de la possibilité de réprimer pénalement tant les personnes morales que physiques (A) et au regard du fait que ce mécanisme fait l'objet de certaines dérogations, tant au niveau de l'émetteur (B), que du dirigeant (C).

A. Importance par le cumul possible de ces responsabilités

En effet, le jeu des présomptions de culpabilité au regard de la présomption d'innocence est double puisque la responsabilité pénale de la personne physique mise en cause peut parfois engendrer aussi la responsabilité pénale de la personne morale, qui s'ajoutera alors à cette dernière. Les délits et manquements d'abus de marché répriment indistinctement les personnes physiques et les personnes morales. Il est donc tout à fait possible qu'un cumul de poursuites se matérialise à la fois à l'encontre de la personne physique qui a accompli les actes matériels qui caractérisent les manquements ou délits, et à l'encontre de la personne morale pour le compte de laquelle l'individu a agi⁵⁸⁵. En effet, l'article 121-2 alinéa 3 du Code pénal retient la responsabilité pénale des personnes morales et dispose qu'elles sont pénalement responsables « *des infractions commises, pour leur compte, par leurs organes ou représentants* » (responsabilité indirecte)⁵⁸⁶. Il s'agit d'une « *responsabilité par ricochet* »⁵⁸⁷.

Dès lors par exemple, en matière d'opération d'initiés, l'initié primaire tel que le dirigeant d'une société qui aurait agi pour le compte d'une personne morale se verra appliquer l'ensemble des présomptions sus-démontrées, qui pourront s'additionner et se cumuler, et s'appliquer *ipso facto* à l'égard de la personne morale. En matière de délit d'initié par exemple, l'application de l'article 121-2 est particulièrement rigoureuse puisqu'à ce jour, aucune jurisprudence n'illustre l'hypothèse d'une opération effectuée par un dirigeant ou un organe représentant la personne morale qui n'aurait pas été accomplie pour son compte⁵⁸⁸. Il faudrait que cette opération ait été effectuée pour le compte personnel de l'individu et au préjudice de la société⁵⁸⁹, ce qui n'est pas chose aisée à démontrer puisque le profit retiré de l'opération profite également souvent à l'émetteur en question. Le cumul des

⁵⁸³ CEDH, 6 oct. 2011, *Soros c. France*, n°50425/06 en matière de délit d'initié.

⁵⁸⁴ F. SUDRE, « Droit européen et international des droits de l'homme », *PUF* 10^e ed., 201, n°286.

⁵⁸⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 276.

⁵⁸⁶ B. KEITA, *op. cit.*, p. 336.

⁵⁸⁷ *Ibid.*, p. 278.

⁵⁸⁸ *Ibid.* Toutefois dans le sens inverse, en matière de diffusion de fausse information, aucune condamnation pénale de la responsabilité morale n'existe pour l'instant (Cass. crim., 28 sept. 2016, n°14-88.533).

⁵⁸⁹ F. DESPORTES et F. Le GUNHEC, « Droit pénal général », *Economica* 9^e éd, 2002, n° 611.

responsabilités est donc une réalité bien présente, tel que le démontre également l'infraction de diffusion d'information fautive ou trompeuse où le cumul de responsabilités est très fréquent malgré une communication unique d'information⁵⁹⁰.

Un tel cumul s'applique également devant l'AMF, où la Commission des sanctions relève, sans passer par l'article 121-2 du Code pénal, que la responsabilité pénale de la personne morale peut être engagée par le dirigeant qui a agi pour son compte (les modalités d'imputation différeront néanmoins selon les manquements en cause)⁵⁹¹.

Le jeu de ces présomptions devient donc d'autant plus dangereux par ce mécanisme de cumul de responsabilité au regard du respect effectif de la présomption d'innocence, qui s'applique pourtant de la même manière à la personne morale. Cette double responsabilité renforce ainsi le poids de ces présomptions de culpabilité. En effet, le mécanisme même de cette dualité de responsabilité et les conséquences qu'elle entraîne (l'infliction d'une peine à l'égard non plus d'une, mais de deux personnes) sont non négligeables.

B. Importance au niveau de l'émetteur : un jeu additionnel de présomptions

Ces conséquences sur la présomption d'innocence sont d'autant plus caractérisées que des aménagements ont été prévus afin d'engager la responsabilité des personnes morales.

Tout d'abord, en ce qui concerne les manquements administratifs, il existe une exception à la règle qui s'applique en matière pénale⁵⁹². En effet, l'imputation des manquements administratifs à la personne morale est directe (responsabilité directe)⁵⁹³. Cette responsabilité directe a été définie comme le « corollaire de leur statut d'acteurs de premier rang des marchés financiers »⁵⁹⁴. Il n'est donc pas requis, pour que le manquement boursier soit imputé à une personne morale, que les éléments constitutifs de ce manquement soient accomplis par un organe ou un représentant de celle-ci⁵⁹⁵. Dès lors, sa responsabilité peut être engagée à la fois par le fait d'un dirigeant, mais aussi d'un préposé.

En matière d'initié notamment, il n'est pas nécessaire pour que sa responsabilité soit engagée, que les personnes physiques qui aient agi remplissent toutes les conditions pour être elles-mêmes sanctionnées. Cela signifie ainsi qu'il suffit de démontrer « que l'information était détenue par un membre dirigeant ou salarié de la personne morale et qu'une opération a été réalisée au nom de cette personne morale, ces deux éléments pouvant être caractérisés en deux personnes physiques différentes »⁵⁹⁶. Les présomptions de culpabilité édictées en matière d'initié sont donc d'autant plus

⁵⁹⁰ AMF, comm. sanct., 5 juill. 2007, SAN-2007-20 ; AMF, comm. sanc., 29 juin 2012, SAN-2012-08 ; AMF, comm. sanct., 16 juill. 2014, SAN-2014-15 ; AMF, comm. sanct., 3 mars 2015, SAN-2015-04.

⁵⁹¹ V. Par ex : AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04.

⁵⁹² Article 121-2 du CP.

⁵⁹³ B. KEITA, *op. cit.*, p. 338, affirmé par AMF, comm. sanct., 19 oct. 2006, SAN-2007-03.

⁵⁹⁴ M. TOMASI, « Vers une responsabilité disciplinaire du fait d'autrui ? » note ss. AMF, comm. sanct. 19 oct. 2006. D. 2007, p. 1485, qui note à cet effet que « la commission impute les manquements disciplinaires directement aux prestataires auxquels s'imposait la règle violée, sans nécessairement chercher à caractériser au préalable la responsabilité de la ou des personnes physiques ayant matériellement commis les actes répréhensibles ».

⁵⁹⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 276. V. notamment : CE, sect. du contentieux, 6 juin 2008, n° 300619 et CA Paris, 25 mars 2021, n° 20/02404.

⁵⁹⁶ *Ibid.* V. par ex : AMF, comm. sanct., 7 juin 2007, SAN-2007-19, confirmé par CA Paris, 2^{ème} ch., sect. H, 26 nov. 2008.

problématiques du fait de cette imputation directe de la responsabilité à la personne morale par le fait du préposé ou du dirigeant. Ces présomptions pourront ainsi jouer fragmentairement à l'égard d'une personne physique afin de retenir *in fine* la responsabilité de la personne morale. Cette imputation directe n'existe néanmoins pas au regard du délit d'initié, où doivent être cumulées au regard du même individu la détention de l'information privilégiée et la réalisation de l'opération, ce qui témoigne, là encore, d'une protection amoindrie des droits fondamentaux du mis en cause devant l'AMF.

Il convient toutefois de s'attarder également sur le manquement administratif de diffusion d'information fautive ou trompeuse et le délit de manipulation de cours.

En effet, au regard du manquement, la faute d'un préposé peut également engager la responsabilité de la personne morale, ce qui augmente les possibilités d'engagement d'une telle responsabilité. Néanmoins, il faut pour cela caractériser une insuffisance dans le contrôle interne de la structure de l'émetteur⁵⁹⁷. De plus, pour que la responsabilité de l'émetteur soit engagée du fait de son dirigeant, deux conditions doivent être réunies : qu'il ait agi au nom et pour le compte de la société et que celle-ci ne l'ait pas désavoué⁵⁹⁸. Les conditions semblent donc plus strictes que devant les juges pénaux ou du moins, permettent à la personne morale d'échapper à une imputabilité trop hâtive. Toutefois, il a quand même été rappelé que peu importe que le dirigeant ait communiqué une information erronée de sa propre initiative et sans que les autres organes de la société n'aient donné leur consentement, l'élément moral au regard de l'émetteur sera caractérisé dans la mesure où « *le dirigeant agissant dans l'exercice de ses fonctions incarne la société au nom et pour le compte de laquelle il s'exprime* »⁵⁹⁹.

Enfin, en ce qui concerne le délit de manipulation de cours, la jurisprudence pénale a pu s'éloigner des conditions littérales de l'article 121-2 du Code pénal et retenir la condamnation d'une personne morale pour une manipulation de cours commise par un simple salarié qui avait agi pour le compte de cette dernière⁶⁰⁰. Cette situation témoigne là aussi, d'une imputabilité de la responsabilité aisée à établir.

C. Importance au niveau du dirigeant : un jeu additionnel de présomptions

Les conséquences renforcées sur la présomption d'innocence se retrouvent également par les aménagements prévus afin d'engager la responsabilité personnelle des dirigeants des personnes morales.

En effet, en ce qui concerne les manquements et délits d'abus de marché, la théorie de la faute détachable des fonctions ne s'applique pas à leur égard, ce qui signifie qu'ils peuvent être condamnés avec la société personne morale, dès lors qu'ils ont participé à la décision ou l'opération en cause et sans qu'il soit nécessaire de démontrer une faute détachable de leurs fonctions⁶⁰¹. Le droit pénal

⁵⁹⁷ Considérant 30 du Règlement MAR. V. aussi : D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 374.

⁵⁹⁸ Cass. com., 19 déc., 2006, n°05-18.333 et CA Paris, 1^{ère} ch. sect. H, 25 juin 2008, n°2007/16197.

⁵⁹⁹ Cass. com., 19 déc., 2006, n°05-18.333 ; AMF, comm. sanct., 28 févr. 2008, SAN-2008-12 ; CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 27 mai 2008, n°2007/11863 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 375.

⁶⁰⁰ Cass. com., 28 janv. 2009, n°07-81.674. Cela s'explique sûrement par un souci de solvabilité.

⁶⁰¹ Article 8 du Règlement MAR. Rejeté formellement par COB, 30 juin 1992 ; Cass. com 31 mars 2004, n°03-14.991 ; AMF, comm. sanct. 23 févr. 2006, SAN-2006-17. Pour la diffusion de fautive information : CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 1^{er} avr. 2003, n°2002/18613, pourvoi rejeté par Cass. com, 31 mars 2004, n°03-14.991.

financier est donc plus sévère que le droit commercial à cet égard, renforçant là encore la répression des abus de marché et l'efficacité de celle-ci⁶⁰².

Or, il existe, au surplus de cette règle, une présomption de responsabilité du dirigeant de fait ou de droit pour les manquements commis par son émetteur et représentant des opérations d'initiés. En effet, l'AMF impute les manquements commis par un émetteur en matière de communication financière à ses dirigeants, qu'ils y aient participé directement ou bien en raison de leur seule qualité de dirigeant, sauf si ce dernier a été privé de ses prérogatives⁶⁰³. Une présomption de culpabilité est donc également édictée au stade de l'imputation de la responsabilité et augmente ainsi le nombre de présomptions présentes au sein du manquement d'initié. Ce nombre très important de présomptions au sein même de la caractérisation de l'élément matériel, moral, mais aussi de l'imputation de la responsabilité, ainsi que leur cumul et leur addition, mettent donc en exergue l'atteinte tangible à la présomption d'innocence qui en résulte et la volonté de favoriser, au détriment des droits fondamentaux du mis en cause, la répression des abus de marché. Cependant, contrairement au principe d'imputation directe des personnes morales, le dirigeant ne peut se voir imputer le fait d'un préposé sauf s'il a lui-même commis une faute⁶⁰⁴.

En ce qui concerne le délit d'initié néanmoins, le dirigeant doit répondre du délit boursier « *dont il s'est personnellement rendu coupable, quand bien même il a été commis dans le cadre de ses fonctions de dirigeant social* »⁶⁰⁵. Pour certains auteurs, le dirigeant qui n'aurait commis l'acte reproché qu'au nom et pour le compte de la personne morale ne pourrait voir sa responsabilité engagée⁶⁰⁶. Mais aucune jurisprudence n'illustre une telle hypothèse et cela semble peu probable au regard des présomptions de culpabilité édictées au sein de ce délit et de leur finalité. Néanmoins, le dirigeant doit avoir lui-même participé à l'infraction, participation qui doit être prouvée⁶⁰⁷, à la différence du manquement réprimé devant l'AMF. Cette situation témoigne à nouveau d'une répression plus souple des abus de marché devant le juge pénal et une meilleure protection des droits fondamentaux du mis en cause. Néanmoins, cela n'a pas toujours été le cas. Il existait en effet au regard de l'article 10-1 de l'ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967, avant l'introduction de la responsabilité pénale des personnes morales en droit français, une présomption simple de responsabilité des dirigeants de droit ou de fait d'une personne morale pour les infractions d'initiés commises pour le compte de la personne morale⁶⁰⁸. Une évolution jurisprudentielle en la matière peut donc être relevée, vers un respect plus conséquent de la présomption d'innocence du mis en cause.

Il convient toutefois de mentionner également les infractions de manipulations de marché.

⁶⁰² D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 279 ; B. KEITA, *op. cit.*, p. 404 et 405.

⁶⁰³ V. Par ex : AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04.

⁶⁰⁴ AMF, comm. sanct., 18 janv. 2010, SAN-2010-28.

⁶⁰⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 280. V. par ex : Cass. crim., 5 avr. 2018, n°16-97.669 ; Cass. crim., 5 avr. 2018, n°16-83.984 ; Cass. crim., 4 sept. 2018, n°17-82.297.

⁶⁰⁶ C. DUCOULOUX-FAVARD, dans C. MASCALA et H. MATSOPOULOU (dir.), « Le Lamy droit pénal des affaires », *WKF*, 2019, n°1375.

⁶⁰⁷ A contrario mais isolé : T. corr. Paris, 30 juin 1992.

Le seul fait commis par des préposés ne saurait également engager sa responsabilité pénale (D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 280).

⁶⁰⁸ Cass., crim., 15 mars 1993, n°92-82.203 ; Cass, crim 19 oct 1995, n°94-83.884.

En effet, au regard du délit de diffusion d'information fautive ou trompeuse, la logique est la même : la faute détachable des fonctions ne joue pas dans ce domaine et les dirigeants sociaux peuvent se voir imputer la commission de l'infraction dès l'instant où ils ont participé en connaissance de cause à la diffusion de l'information fautive ou trompeuse⁶⁰⁹.

Au regard du manquement administratifs en revanche, toutes les personnes physiques ayant pris part à l'adoption de la décision de la personne morale peuvent voir leur responsabilité engagée, ce qui élargit donc considérablement le champ de l'imputabilité du manquement⁶¹⁰. De plus, si les dirigeants⁶¹¹ peuvent voir leur responsabilité engagée par la communication au marché d'une information fautive ou trompeuse qui leur est directement et personnellement imputable⁶¹², ils peuvent également voir leur responsabilité engagée par l'application de l'article 221-1 du Règlement général de l'AMF : ils ne doivent donc pas « *seulement s'abstenir de communiquer eux-mêmes une information fautive ou trompeuse mais doivent également veiller à ce que les informations communiquées au marché par l'émetteur respectent ces conditions, sauf à démontrer qu'ils ont été privés de leur pouvoir* »⁶¹³. Il existe, dès lors dans ce dernier cas, une présomption d'imputabilité qui pèse sur les dirigeants. Ces derniers peuvent être poursuivis même s'ils n'ont pas effectué la communication comme, par exemple, si cette dernière a été réalisée par un autre représentant de l'émetteur ou par une personne ayant une délégation de pouvoir⁶¹⁴. La Commission des sanctions applique donc une présomption de participation au dirigeant qui « *ne justifie d'aucune circonstance particulière l'ayant privé de l'exercice de ses fonctions* »⁶¹⁵, la seule absence d'implication de sa part ne lui permettant pas d'échapper à celle-ci⁶¹⁶. Là encore, l'AMF a édicté une nouvelle présomption d'imputabilité du manquement au dirigeant qui, avec l'ajout et le cumul des autres présomptions de culpabilité, tendent à vider de sa substance le principe de présomption d'innocence et témoignent d'une répression plus rigoureuse devant l'AMF que le PNF.

Enfin, en ce qui concerne le manquement de manipulation de cours, la jurisprudence a pu poursuivre des dirigeants pour le fait de leur préposé, puisqu'ils sont responsables d'assurer le respect de la réglementation applicable à ces derniers⁶¹⁷. Et là encore, au regard du Règlement MAR, sont visées toutes les personnes ayant pris part à la décision de la personne morale conformément au droit français dès lors que cette participation est substantielle⁶¹⁸. Surtout, en la présence d'un prestataire de service

⁶⁰⁹ Cass. crim., 29 nov. 2000, n°99-80.324 ; CA Paris, 9^e ch., sect. B, 14 sept. 2007, n°2007/01477 ; Cass. crim., 18 nov. 2009, n°08-88.078.

⁶¹⁰ Considérant 40 et article 12. 4 du Règlement MAR. V. aussi : D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 374.

⁶¹¹ Visant tous les mandataires sociaux de l'émetteur disposant d'un pouvoir de représentation et les administrateurs et membres du conseil de surveillance ayant pris part à la décision : AMF, comm. sanct., 3 nov. 2004, SAN-2004-16 ; AMF, comm. sanct., 29 mars 2007, SAN-2007-16 ; AMF, comm. sanct., 28 févr. 2008, SAN-2008-12 ; AMF, comm. sanct., 15 févr. 2007, SAN-2007-10.

⁶¹² Cass. com., 30 mai 2007, n°06-11.314.

⁶¹³ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 377 ; CA Paris, 1^e ch., sect. H, 27 mai 2008, n°2007/11863 ; AMF, comm. sanct., 16 juill. 2014, SAN-2014-15 ; AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04.

⁶¹⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 379 ; CA Paris, 1^e ch., sect. H, 27 mai 2008, n°2007/11863 ; CA Paris, 1^e ch., 30 nov. 1994.

⁶¹⁵ AMF, comm. sanct., 5 juill. 2018, SAN-2018-08 ; AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, SAN-2018-06 ; AMF, comm. sanct., 18 juill. 2018, SAN-2018-10 ; AMF, comm. sanct., 16 juill. 2014, SAN-2014-15 ; CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 27 mai 2008, n°2007/11863.

⁶¹⁶ AMF, comm. sanct., 19 juill. 2012, SAN-2012-11, confirmé par CA Paris, p. 5, ch. 7, 30 janv. 2014, n°2012/16612. Tout comme un simple contrat car cette disposition est d'ordre public : CA Paris, 1^e ch., sect. H, 13 sept. 2005.

⁶¹⁷ T. BONNEAU, « Responsabilité du fait des préposés et exonérations », *Dr. sociétés*, 2008, n°257.

⁶¹⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 445.

d'investissement, la responsabilité tant du dirigeant que de l'émetteur peut être engagée en raison d'une manipulation commise par un préposé⁶¹⁹. La faute du préposé fait alors, là aussi, présumer simplement celle de la société et du dirigeant. Cette solution n'est néanmoins pas transposée en manière pénale bien qu'il n'y en ait pour l'instant aucun exemple jurisprudentiel⁶²⁰. Ainsi, de nouveau, l'AMF a édicté une présomption d'imputabilité du manquement au dirigeant et à l'émetteur qui, avec l'ajout et le cumul des autres présomptions de culpabilité, portent une atteinte d'autant plus substantielle à la présomption d'innocence et témoignent d'une répression plus rigoureuse devant l'AMF que le PNF.

Le poids des présomptions de culpabilité sur la présomption d'innocence, déjà relevé au moment de la caractérisation des délits et des manquements, se trouve donc renforcé par le cumul des responsabilités, les règles dérogatoires aux principes classiques d'imputabilité de la responsabilité et, en matière administrative, la création de trois nouvelles présomptions de responsabilité.

§3. Le principe de l'intime conviction du juge, articulation avec les présomptions de culpabilité jurisprudentielles

Il existe également en matière pénale le système de l'intime conviction du juge répressif, qui permet à ce dernier d'apprécier tous les éléments de preuve qui lui sont soumis pour établir l'existence ou l'absence d'infraction. Ce principe est consacré à l'article 427 du CPP et renvoie à plusieurs implications.

Tout d'abord, il implique que le juge apprécie librement les preuves produites et la valeur qu'il estime devoir reconnaître à chacune d'elle⁶²¹. Les juges sont donc libres de tenir compte ou non des éléments de preuve qui leur sont soumis, selon la crédibilité qu'ils leur accordent, et de combiner ou non les éléments de preuve entre eux afin de renforcer leur valeur probante. Inversement, ils n'ont pas à s'expliquer sur les preuves qu'ils ont retenues et sur la force probante qu'ils attachent à ces dernières⁶²². Ainsi, ce système permet aux magistrats d'apprécier librement l'ensemble des preuves qui leur sont soumises. Ils retiennent la valeur probante qu'ils estiment pertinente et se prononcent ensuite sur la culpabilité ou non du prévenu. Certains auteurs ont pu relever que ce principe pouvait porter atteinte à la présomption d'innocence dans la mesure où il exigerait dès lors une certaine attitude active du mis en cause afin de susciter un doute sur sa culpabilité, alors même que lui est reconnu le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination. Néanmoins, ce système permet également de mettre en avant la conséquence que le doute est censé profiter à l'accusé si la « *balance des preuves est incertaine* »⁶²³. Mais c'est surtout le poids des présomptions de culpabilité en matière financière qui viennent, en lien avec ce principe, porter une atteinte considérable à la présomption d'innocence. En effet, l'ensemble des présomptions de culpabilité au sein des délits d'abus de marché, qui se matérialisent surtout au regard du délit d'initié, viennent réduire considérablement la marge de manœuvre des juges dans leur intime conviction. Même s'il existe

⁶¹⁹ AMF, comm. sanct., 8 nov. 2018, SAN-2018-14 ; AMF, comm. sanct., 4 déc. 2019, SAN-2019-16.

⁶²⁰ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 445.

⁶²¹ Cass. crim., 3 mars 1959, Bull. crim. n°142 ; Cass. crim., 23 janv. 1964, Bull. crim. n°27 ; Cass. crim., 30 avr. 1964, Bull. crim. n°143 ; Cass. crim., 22 mai 1964, Bull. crim. n°168 ; Cass. crim., 21 nov 1991, Bull. crim. n°427 qu'il « appartient aux juges du fond d'apprécier souverainement la valeur des éléments de preuve régulièrement produits aux débats sur lesquels se fonde leur conviction ».

⁶²² M.-L. RASSAT, « Procédure pénale », *Ellipses* 3^{ème} éd., 2017, p. 277.

⁶²³ *Ibid.*

moins de présomption devant les juges pénaux, tant la méthode du faisceau d'indices que, notamment, la présomption de détention de l'information et éventuellement celles d'utilisation et de conscience du caractère privilégié de celle-ci s'appliquent. Par le jeu de celles-ci, le juge sera donc essentiellement amené à déterminer la valeur probante des seules preuves soumises par le mis en cause et décider si celles-ci sont suffisantes pour renverser les présomptions. Les preuves de l'accusation ne viendront que renforcer, éventuellement, la présomption initialement édictée. Comme le soulève un auteur, si la présomption « *est une simplification destinée à gagner du temps et à améliorer l'efficacité de la justice, (elle) empêche aussi l'imagination* »⁶²⁴ parce qu'elle va imposer au juge de se livrer à un « *raisonnement probatoire stéréotypé* » chaque fois qu'il constate certains faits⁶²⁵.

Au surplus, l'addition et le cumul de ces dernières amplifient également la charge de la preuve pesant sur le mis en cause. Ce dernier doit en effet redoubler d'effort pour arriver à susciter de nouveau le doute dans l'esprit des juges quant à sa culpabilité. D'autant plus qu'au sein même des délits, il peut exister une tendance à déduire l'élément intentionnel de l'élément matériel, ce qui renforce aussi cette atteinte à la présomption d'innocence et la charge de la preuve à rapporter pour le mis en cause. Il sera par ailleurs d'autant plus difficile pour un investisseur moins expérimenté ou non professionnel d'avancer des arguments plus pertinents que les présomptions. Le jeu et le fardeau des présomptions de culpabilité pour le mis en cause sont donc d'autant plus puissants au sein de notre système pénal français puisque ce dernier s'appuie sur le système de l'intime conviction du juge.

SECTION 2 : Les principes non pénaux : le principe d'égalité entre les mis en cause

Les mis en cause pour abus de marché ne font en effet pas l'objet des mêmes présomptions de culpabilité lors de la procédure de répression de l'infraction. Comme il a été possible de le relever au regard notamment du manquement et du délit d'initié, ce sont les initiés primaires qui font l'objet du plus grand nombre de présomptions. Cela fait donc référence aux dirigeants de l'émetteur, président, directeur général, membres du directoire, personne physique ou morale exerçant des fonctions d'administrateurs, membres du conseil de surveillance, représentants des personnes morales exerçant ces fonctions ou toutes autres personnes ayant une fonction équivalente ainsi que les personnes disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle détient une participation.

Cette liste renvoie donc aux personnes disposant d'une fonction de représentation, de direction ou encore détenant un droit de propriété (actionnaires) au sein de l'émetteur. Le poids plus lourd des présomptions à leur égard se justifie donc de par leur situation dans la société et l'idée de l'existence d'un lien plus étroit qui lie la société avec ces personnes. Or le doyen Vedel a pu rappeler que la présomption d'innocence était le principe « *le plus sacré de tous les droits de l'Homme* »⁶²⁶ et devait dès lors s'appliquer de manière égale devant tous les individus. D'ailleurs, au regard de l'appréciation du caractère privilégié d'une information, la jurisprudence a pu relever que ce caractère devait être apprécié *in abstracto*, indépendamment de la qualité ou de la compétence particulière de l'auteur⁶²⁷.

⁶²⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 587 citant T. FOSSIER et F. LEVEQUE, « Le “ presque vrai ” et le “ pas tout à fait faux ” : probabilités et décision juridictionnelle », *JCP*, 2 avr. 2012, n° 17.

⁶²⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 587 citant P. ESMEIN, « Cours de droit civil approfondi. Les preuves en droit civil », *Les cours de droit* 1955- 1956, p. 321.

⁶²⁶ G. VEDEL, " Du bon usage de la Haute Cour ", *Le Monde*, 25 novembre 1992, p.

⁶²⁷ Cass. crim., 26 juin 1995, *Ruche méridionale*, n°93-81.646 : « 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

Néanmoins, comme le Conseil constitutionnel le précise « à des situations différentes (peuvent s'appliquer) des solutions différentes »⁶²⁸ et, comme le relève un auteur, « chacun doit bénéficier d'une égalité de prérogatives juridiques et du même traitement, dès lors qu'il appartient à la même catégorie »⁶²⁹. Ce même auteur relève même qu'au contraire, le principe d'égalité peut être pris en considération non pas dans un souci de protection égale des personnes soumises à la répression, mais afin de fonder la norme pénale d'incrimination⁶³⁰. C'est en effet le principe d'égalité entre les investisseurs sur le marché qui justifie la répression des abus de marché et l'ensemble des dérogations faites au droit pénal et à la procédure pénale de droit commun, afin de renforcer son efficacité⁶³¹. Ce principe apparaît comme le fondement de la répression boursière et est une condition essentielle à l'intégrité du marché⁶³², comme le témoigne par ailleurs le titre du chapitre relatif à la répression des abus de marché en matière pénale, intitulé « *Infractions relatives à la protection des investisseurs* ».

Cette idée rejoint au surplus celle qui veut que personne ne puisse détourner ou dépasser les prérogatives qui lui ont été reconnues en raison de sa situation, pour une fin autre que celle qui lui a été accordée⁶³³. Néanmoins, certaines personnes disposent de prérogatives non pas du fait de la loi ou de leur situation dans la société mais également en raison de leurs connaissances et compétences naturelles qui les placent, dès lors, dans une position de supériorité à l'égard des autres. Or une telle situation ne devrait pas justifier un traitement différencié à leur égard et peut dès lors devenir problématique au regard des initiés primaires, qui peuvent combiner ces deux versants. Au regard des présomptions de culpabilité, on considèrera en effet plus facilement que cet individu, en raison de sa position, a abusé des informations qu'il pouvait avoir à sa disposition. On ne prendra alors pas en compte l'éventualité que sa simple compétence, en tant que professionnel qualifié, est mue son action. Néanmoins, ce choix rejoint l'idée de vraisemblance de la situation puisque « *sa profession ou ses fonctions rend difficilement envisageable qu'il ait pu, non seulement ignorer le caractère mensonger de ses déclarations, mais aussi leur aptitude à induire autrui en erreur et à nuire aux droits de celui-ci* »⁶³⁴. Cette vraisemblance, qui est une des conditions relevées par le Conseil Constitutionnel pour la validité des présomptions de culpabilité, justifie dès lors ce biais et l'atteinte portée à la présomption d'innocence (le doute profitant à l'accusé) afin d'assurer la répression effective des abus de marché.

Toutefois, il a tout de même pu être soulevé que l'égalité impliquerait de prendre en compte la « *capabilité de chacun* », c'est-à-dire « *la capacité d'un individu à prendre, à partir de l'information*

s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu ». J.-F. RENUCCI, « Les frontières du délit d'initiés », *D. affaires*, 1996, chron., p. 405 (considérant que l'approche subjective est « source d'insécurité juridique ») ; M. VÉRON, « Le délit d'initié : les contours de l'infraction », *Droit et patrimoine* 1996, n°35, p. 56. : la conception subjective de l'information privilégiée, « trop extensive », « conduirait à sanctionner non plus l'usage abusif d'une situation privilégiée, mais l'avantage que certains peuvent légitimement tirer de leur compétence et de leur expérience professionnelle ».

⁶²⁸ Cons. const., 12 juill. 1979, n°79-107 DC.

⁶²⁹ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 389.

⁶³⁰ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 391.

⁶³¹ V. notamment CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08 : la finalité de la directive est de « protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, confiance qui repose, notamment, sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation induite d'informations privilégiées » ; C. MASCALA, obs. ss. CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08, *Recueil Dalloz*, D.2010.1663 ; E. ROGÉY, J.-G. DE TOCQUEVILLE, « Une définition communautaire de la notion d'utilisation d'une information privilégiée », note ss. CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08, *Recueil Dalloz*, D.2010. 2313.

⁶³² J.-M. MOULIN, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », *BJB* mars 2000, n° JBB-2000-030, p. 117.

⁶³³ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 391.

⁶³⁴ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 392.

dont il dispose, une décision impliquant son patrimoine », afin d'apprécier l'existence ou non d'un abus de marché. Il conviendrait alors de prendre en compte les compétences particulières de l'individu, sa connaissance boursière et sa qualité, c'est-à-dire un ensemble d'éléments factuels qui lui sont propres, afin d'apprécier l'avantage dont il dispose vis-à-vis des autres investisseurs et son obligation de ne pas l'exploiter. Au regard de cette conception, de « *la même façon que le dirigeant de société ne doit pas tirer profit de sa position privilégiée par rapport aux autres investisseurs, le journaliste, l'analyste financier, le commissaire aux comptes, l'investisseur professionnel... ne doivent pas exploiter les facilités offertes par leur profession* »⁶³⁵. Cela signifierait que la catégorie d'initiés primaires ne devrait plus se résumer aux personnes internes à la société et disposant d'un pouvoir de direction, de représentation ou de propriété dans celle-ci, mais toutes personnes ayant une aptitude financière caractérisée. Néanmoins, une telle conception ne tient pas compte des deux intentions qui sous-tendent la création de la catégorie des initiés primaires : leur qualité et compétence au sein de la société, qui leur donne un accès favorisé aux informations et la possibilité plus tangible de les utiliser, mais aussi l'idée qu'ils ne doivent pas abuser de cette confiance confiée par la société et par les autres investisseurs du marché dans l'emploi de leur prérogative.

Ainsi, si les initiés primaires se trouvent dans une situation plus défavorable que les autres initiés au regard des opérations d'initié, cela se justifie par leur situation au sein de la société et par la confiance qui leur est accordée, tant interne qu'externe. Néanmoins, cette situation leur impose une charge plus conséquente pour prouver leur innocence si l'opération effectuée résulte de leur simple compétence professionnelle et de leur analyse du marché.

Ainsi, si la multiplicité des présomptions de culpabilité constitue des atteintes ponctuelles à la présomption d'innocence, leur relation avec les autres principes tant pénaux que non pénaux qui régissent notre système juridique renforce leur puissance et leur poids envers le mis en cause et diminue le respect effectif de sa présomption d'innocence. En effet, des nouvelles présomptions de responsabilité viennent notamment se greffer afin de faciliter une fois de plus l'imputation des manquements et donc la répression effective des abus de marché. Il est donc là encore possible de relever que la protection de la présomption d'innocence du mis en cause se trouve amoindrie devant l'AMF en comparaison avec la répression pénale.

Ainsi, le système répressif des abus de marché est teinté d'une pluralité de présomptions de culpabilité tant de fait que jurisprudentielles afin de faciliter la répression efficace des abus de marché. Cette volonté se manifeste de façon bien plus caractérisée devant l'AMF où, dès la phase d'enquête, une situation favorable à l'édiction de telles présomptions se met en place. Cette situation est ensuite complétée par la méthode du faisceau d'indices qui s'applique de façon différenciée entre les différents manquements mais qui tend maintenant à les réprimer presque tous. Si cette méthode allège la charge de la preuve sans la renverser entièrement, la situation mise en place par l'AMF se clôture par l'édiction d'une pluralité de présomptions jurisprudentielles de culpabilité afin de renverser la charge probatoire. Le manquement d'initié est l'infraction la plus marquée par ces présomptions, qui se retrouvent de manière amoindrie au sein de la répression pénale. Si celle-ci permet également d'alléger ou de renverser la charge de la preuve qui pèse sur l'autorité, il n'en demeure pas moins qu'elle assure une protection plus effective de la présomption d'innocence du mis en cause et lui redonne ainsi plus de substance. Toutefois, le cumul et l'addition de l'ensemble de ces présomptions,

⁶³⁵ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 392.

couplés devant l'AMF par des présomptions de responsabilité, et la relation qu'elles entretiennent avec les autres principes, pénaux ou non, aggravent le poids de ces dernières sur le mis en cause et réduisent ses chances et sa capacité à les renverser. Le retour d'un respect tangible et concret de la présomption d'innocence exige ainsi que le mis en cause dispose, lui aussi, de moyens effectifs pour renverser ces présomptions ou la situation amenant à leur création.

PARTIE 2 : LES MOYENS PERMETTANT UN RETOUR RENFORCÉ DE LA PRÉSUMPTION D'INNOCENCE

S'il existe des moyens à la disposition du mis en cause qui pourraient permettre d'affirmer sa présomption d'innocence de nouveau avec pleine efficacité (**chapitre 1**), ces derniers sont en réalité largement insuffisants et méritent ainsi d'envisager les moyens qui pourraient se développer en faveur du mis en cause (**chapitre 2**).

CHAPITRE 1 : LES MOYENS DISPONIBLES

Il existe en effet différents moyens à la disposition du mis en cause pour combattre les présomptions de culpabilité édictées afin que l'infraction ne soit pas caractérisée (**section 1**) ou afin d'éliminer sa responsabilité (**section 2**).

SECTION 1 : Les moyens disponibles pour éliminer la présomption

Afin de combattre les présomptions de culpabilité et réaffirmer sa présomption d'innocence, le mis en cause dispose de moyens tant au niveau de la phase d'enquête de l'AMF pour réduire la possibilité de création d'une situation contraire à la présomption d'innocence (§1) qu'au niveau de la méthode du faisceau d'indices afin de neutraliser cette dernière (§2) et aussi pour évincer (§3) et renverser (§4) les présomptions de culpabilités jurisprudentielles édictées.

§1. Combattre les irrégularités de la phase d'enquête : un apport insuffisant

La personne suspectée dispose en effet, dès la phase d'enquête, de la possibilité d'intenter un recours contre les enquêteurs quant aux actes effectués qu'ils estiment contraires à la présomption d'innocence et à leurs droits fondamentaux (A) ainsi qu'un recours en responsabilité contre ces derniers (B).

A. Recours en annulation

Puisque la volonté de l'autorité est d'assurer l'efficacité des procédures répressives, le contrôle de la régularité de la phase d'enquête opérée par l'AMF a longtemps été inexistant. La Commission des

sanctions⁶³⁶, confirmée par le Conseil d'Etat⁶³⁷ opposait une fin de non-recevoir systématique. Or, comme nous avons pu le mettre en exergue, c'est « *dès la phase d'enquête (que) la sanction se dessine au fil du recueil des preuves et de l'établissement des faits* »⁶³⁸. Ainsi, la Commission des sanctions et les juges apprécient si les droits de la défense n'ont pas été « *irréremdiablement compromis* » durant cette phase préliminaire de recherche de preuve⁶³⁹. Ce recours permet dès lors au futur mis en cause de contester les limites procédurales de la phase d'enquête que l'on a pu avancer, telles que les limites aux droits de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination, les conséquences de l'exclusion du contradictoire et, surtout, les conséquences liées à l'absence de participation de la personne suspectée dans la constitution du dossier probatoire. Ainsi, en contestant par exemple l'exclusion déloyale⁶⁴⁰ d'une pièce à décharge ou d'une observation du suspect, ce dernier pourrait reconstituer une situation et position neutre, limitant la création postérieure de présomptions de culpabilité. Cette possibilité permet donc au futur mis en cause d'assurer en amont le respect effectif de sa présomption d'innocence, afin que ce respect perdure aussi dans les phases ultérieures qui s'ouvriront devant l'AMF, notamment au regard de la méthode du faisceau d'indices et des présomptions de culpabilité de droit.

Toutefois, cette possibilité rencontre immédiatement deux limites.

Tout d'abord, N. Ida a pu relever que l'expression « *ne pas compromettre irréremdiablement les droits de la défense est une formulation révélatrice de ce qui est admis par la jurisprudence pour assurer l'efficacité de l'enquête* »⁶⁴¹. Et en effet, il est particulièrement ardu pour le mis en cause d'apporter la preuve de telles irrégularités puisque la charge de la preuve de ces irrégularités pèse sur le mis en cause⁶⁴². Or ces dernières sont très rarement formalisées dans un acte de procédure qui permettrait au mis en cause d'avoir une preuve tangible de cette atteinte⁶⁴³. La Commission a ainsi pu rejeter à plusieurs reprises les allégations du mis en cause en reprochant aux enquêteurs d'avoir distrait des éléments à décharge, « *en se fondant sur l'incapacité quasi-systématique des personnes mises en cause à rapporter la preuve d'une sélection déloyale des pièces constituant le dossier probatoire* » et sans se prononcer sur la gravité de l'atteinte qui est alléguée⁶⁴⁴. Si une telle insuffisance probatoire peut être relevée en partie devant le juge administratif qui a les moyens d'exiger et de vérifier les éléments d'appréciation nécessaires par ses pouvoirs généraux d'instruction⁶⁴⁵, cela ne semble pas être

⁶³⁶ AMF, comm. sanct., 7 juin 2007, Sté Vivendi Universal et a., SAN- 2007-19 ; AMF, comm. sanct., 28 oct. 2010, SAN- 2010- 24.

⁶³⁷ CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 31 mars 2004, n° 243579 : « *quels que soient les reproches faits par les requérants à l'enquête* », ils ne sauraient être examinés, dès lors que les droits de la défense ont été respectés à compter de la notification des griefs.

⁶³⁸ E. DAOUD et L. MIGNERAT, « Introduction, les AAI : pouvoirs d'enquête et respect des droits de la défense », *RLDA* n° 93, mai 2014, p. 86.

⁶³⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 347.

⁶⁴⁰ Cass. com., 24 mai 2011, n°10-18.267 qui a posé un principe général de loyauté dans l'administration de la preuve qui se résume en réalité, selon N. IDA (N. IDA, *op. cit.*, p. 320), au fait que l'AMF doit être loyale de façon à ne pas compromettre irréremdiablement les droits de la défense.

⁶⁴¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 363.

⁶⁴² AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN- 2019- 05, §16 : « *La déloyauté ne se présume pas. Le mis en cause qui s'en prévaut doit en rapporter la preuve* ».

⁶⁴³ N. IDA, *op. cit.*, p. 347.

⁶⁴⁴ *Ibid.* V. Par ex : CA Paris, 1re ch., sect. H, 28 juin 2005, n° 2005/02333 ; AMF, com. sanct., 14 déc. 2018, SAN- 2018-17 ; AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN- 2016-15.

⁶⁴⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 349 ; B. PACTEAU, v° « Preuve », *Rép. cont. adm.*, n°130 et s. ; H. DE GAUDEMAR, « La preuve devant le juge administratif », *Dr. adm.*, juin 2009, n° 6, étude 12.

le cas devant les juges judiciaires, où se déroule pourtant la majorité du contentieux⁶⁴⁶. Ces derniers s'en remettent en effet le plus souvent à la personne mis en cause qui doit donc prouver en quoi les irrégularités de l'enquête lui ont été préjudiciables. La Cour d'appel a pu ainsi préciser que « *le fait que l'AMF ait procédé à une sélection des pièces du dossier finalement soumise à la Commission des sanctions n'est pas, en soi, de nature à vicier la procédure à moins qu'il ne soit démontré que, manquant à son devoir de loyauté, elle n'ait distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par la Commission des sanctions* »⁶⁴⁷.

Mais surtout, ces irrégularités sont systématiquement justifiées par la Commission des sanctions et les juridictions de recours. Elles considèrent que les atteintes portées aux droits de la défense au cours des investigations peuvent être surmontées durant les phases ultérieures de la procédure⁶⁴⁸. L'appréciation de l'irrégularité se fait déjà à un stade tardif de la procédure afin de permettre un « *traitement rapide et efficace des affaires soumises à la Commission des sanctions* »⁶⁴⁹ puisqu'elle sera amenée à trancher à la fois le fond de l'affaire et les moyens de nullité relatifs à la phase d'enquête. De plus, il ne s'agit pas de contester à proprement parler la violation d'un droit fondamental, tel que la présomption d'innocence, ni la violation d'une norme légale ou réglementaire, puisque les atteintes relevées ne portent pas directement atteinte à ce droit ni ne viole les normes en vigueur⁶⁵⁰. Il convient en effet de se référer à la procédure applicable pour violation des droits de la défense. Or, la Commission des sanctions et les juridictions de recours considèrent qu'une telle atteinte irrémédiable aux droits de la défense ne se matérialise pas si la pièce litigieuse a été mise à l'écart ultérieurement dans la procédure⁶⁵¹ ou si elle a été soumise au débat contradictoire ultérieurement⁶⁵². Cette dernière justification se retrouve très régulièrement dans les contestations faites par les mis en cause de la sélection unilatérale des pièces du rapport d'enquête par les enquêteurs qui ne prendrait pas en compte un élément à décharge⁶⁵³.

Ces justifications rendent ainsi extrêmement difficile la preuve d'une atteinte irrémédiable pour le mis en cause. Comme le relève le professeur Hugo Barbier, ces justifications « *ont (..) le mérite du pragmatisme et le souci de l'efficacité probatoire, particulièrement précieuse en matière financière* »⁶⁵⁴, ce que N. Ida critique en rappelant que « *le critère de l'équité globale du procès peut sembler difficilement conciliable avec une protection effective des droits fondamentaux de la personne*

⁶⁴⁶ Puisque seuls les professionnels visés par l'article L621-9 II du CMF relèvent de la compétence du Conseil d'Etat. V. sur ce point : N. IDA *op. cit.*, p. 350 : les juges judiciaires usent en effet moins de leur pouvoir d'instruction pour contribuer à l'établissement des faits.

⁶⁴⁷ CA Paris, 1^{ère} ch. sect. H, 28 juin 2005, n°2005/02333 ;

⁶⁴⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 347.

⁶⁴⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 353.

⁶⁵⁰ Les dispositions de la Charte d'enquête de l'AMF qui prescrivent aux enquêteurs de prendre en compte les éléments à charge et décharge par exemple n'ont, en effet, pas de valeur normative.

⁶⁵¹ L'argument le plus soulevé devant la Commission des sanctions et les juridictions de recours est celui de l'absence de prise en compte d'une pièce à décharge. Or, ces derniers justifient le fait que les droits de la défense du mis en cause n'ont pas été atteints car « la pièce n'a pas été prise en compte par les enquêteurs – qui ne l'ont pas annexée au rapport d'enquête – par le Collège – qui ne l'a pas prise en considération pour notifier des griefs – ou par la Commission des sanctions – qui l'a écartée des débats » (N. IDA, *op. cit.*, p.365). V. par ex : AMF, comm. sanct., 18 déc. 2017, SAN- 2017- 13 ; AMF, comm. sanct., 25 juill. 2017, SAN- 2017- 09 ; CE, 6e et 1re ss. - sect. réunies, 12 juin 2013, n° 349185 et n° 350064 ; CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 3 févr. 2016, n° 369198 ; AMF, comm. sanct., 19 déc. 2014, SAN- 2014- 23 ; AMF, comm. sanct., 9 avr. 2013, SAN- 2013- 09 ; CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 3 févr. 2016, n° 369198.

⁶⁵² V. par exemple : AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15.

⁶⁵³ V. par exemple : Cass. com., 20 sept. 2011, n°10- 13.911, 10- 13.591 et 10- 13.878 relatif à l'affaire Pechiney.

⁶⁵⁴ H. BARBIER, « L'évolution du droit financier au contact des droits fondamentaux », dans « Mélanges offerts en l'honneur du professeur Michel Germain », *LexisNexis- LGDJ*, 2015, n° 12, p. 74.

poursuivie »⁶⁵⁵. Et, en effet, même si les pièces prises en violation du droit au silence ont été écartées ultérieurement ou que les pièces à décharge non sélectionnées dans le dossier probatoire ont finalement pu faire l'objet d'un débat contradictoire, « rien ne permet d'affirmer que les informations contenues dans de tels documents n'ont pas orienté les investigations et influencé, par suite, le déroulement de l'entière procédure »⁶⁵⁶ ainsi que les futurs indices relevés et l'application des présomptions de culpabilité ultérieures. Cela peut en effet affecter de manière irréversible la stratégie de défense du mis en cause. Même si la pièce à décharge a été soumise au débat contradictoire ou si la pièce recueillie en violation du droit au silence a été écartée de la procédure, cela ne permet pas de vérifier concrètement s'il a été porté une atteinte irrémédiable aux droits de sa défense⁶⁵⁷ et, *in fine*, au respect de la présomption d'innocence du mis en cause.

Ainsi, il est théoriquement possible pour le mis en cause de faire un recours en annulation contre un acte des enquêteurs afin de réaffirmer sa présomption d'innocence et favoriser la création d'une situation neutre avant l'utilisation des futures présomptions de culpabilité. Toutefois, ce recours ne permet pas en pratique, le retour d'un respect effectif de la présomption d'innocence.

B. Recours en responsabilité

Le mis en cause dispose également de la possibilité d'agir en responsabilité à l'encontre des enquêteurs de l'AMF tant personnellement que contre l'entité elle-même (en sa qualité d'autorité publique indépendante disposant de la personnalité morale)⁶⁵⁸, ce qui lui permettrait de recevoir réparation du préjudice causé par les actions irrégulières des enquêteurs. Il convient néanmoins de ne pas s'attarder trop sur cette question, dans la mesure où une telle action ne permettra pas de remédier directement au problème qui nous concerne à savoir le fait de créer une situation qui encourage, favorise voire permet l'édiction future de présomptions de culpabilité. Celle-ci ne perd toutefois pas toute sa pertinence dans la mesure où un engagement aisé de la responsabilité tant de l'AMF que personnelle des enquêteurs amènerait à un contrôle et un comportement plus consciencieux de leur part durant la phase d'enquête et de la constitution du dossier probatoire. Cela permettrait ainsi d'assurer une situation neutre ultérieurement pour le mis en cause lors de la phase d'établissement de la commission du manquement.

Tout d'abord, si la responsabilité de l'AMF peut être engagée en cas de mise en cause fondée sur des preuves inexistantes ou largement insuffisantes, elle fait néanmoins, elle aussi, l'objet de restrictions supplémentaires. La possibilité d'engager la responsabilité de l'AMF devient alors peu probable en pratique voire, irréalisable. Les juges considèrent en effet qu'il ne suffit pas qu'une faute lourde soit caractérisée, comme cela est normalement le cas devant une autorité administrative⁶⁵⁹, mais que les irrégularités de l'enquête aient conduit à une mise en cause dénuée de toute justification⁶⁶⁰. Or, la

⁶⁵⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 367.

⁶⁵⁶ *Ibid.*

⁶⁵⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 371.

⁶⁵⁸ Loi n°2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière ; confirmé par CE, avis n° 371.558, 8 sept. 2005.

⁶⁵⁹ G. ECKERT, « Responsabilité des autorités de régulation », dans M. BAZEX, B. DU MARAIS, G. ECKERT, R. LE BERRE, R. LANNEAU et A. SEE, « Dictionnaire des régulations », *LexisNexis*, 2015, p. 141 et s. V. pour l'administration en général : CE, ass., 29 mars 1946, *Caisse départementale d'assurances sociales de Meurthe et Moselle*, n°41916, confirmé au regard de l'AMF par CE, 4^e et 1^{re} ss.- sect. réunies, 22 juin 1984, n° 18371.

⁶⁶⁰ CAA Paris, 3^e ch., 24 mars 2017, n° 14PA04956 : « eu égard à sa place dans la procédure de sanction (...), la phase préliminaire que constitue l'enquête menée par les services de l'Autorité des marchés financiers ne peut être constitutive d'une faute de nature à engager la responsabilité de ladite autorité que si elle a eu pour effet l'ouverture

démonstration d'une faute lourde est déjà particulièrement difficile à caractériser, puisque, selon le juge, « même une violation caractérisée de la présomption d'innocence ne constitue pas une faute lourde du régulateur »⁶⁶¹ et n'a été retenue que dans une seule affaire relative à l'enregistrement de documents⁶⁶². L'aboutissement de tels recours en responsabilité est donc déjà rarissime. Dès lors, la dernière exigence relevée par la Cour d'appel renforce encore le caractère qui peut paraître vain pour le mis en cause de procéder à un tel recours et rejoint là encore le souci et le besoin d'assurer une répression effective des abus de marché⁶⁶³. Cependant, cela est d'autant plus problématique car, comme le relève un auteur, « la responsabilité des autorités de la régulation est une garantie constitutionnelle, jugée indispensable à l'exercice de la répression administrative »⁶⁶⁴.

Pourtant, la responsabilité personnelle des enquêteurs n'est, elle aussi, pas aisée à engager. En effet, certains auteurs ont pu alléguer qu'une telle responsabilité devrait pouvoir être engagée sur le fondement de l'article 1240 du Code civil⁶⁶⁵ dès lors qu'une faute personnelle serait caractérisée et se manifesterait, selon certains, par une faute détachable des fonctions⁶⁶⁶. Or il a été considéré que l'appréciation erronée des éléments de preuve par les enquêteurs recueillis lors de la phase d'enquête ne pouvait amener qu'à l'engagement de la responsabilité de l'AMF⁶⁶⁷, dont on a déjà démontré les limites. Cette solution est d'une importance considérable dans la mesure où en l'espèce, c'est l'appréciation erronée des enquêteurs sur la qualification du caractère privilégié de l'information et la transmission d'une telle information qui avait permis la notification des griefs et la poursuite ultérieure de la procédure de sanction, or comme on l'a démontré, l'établissement de tels éléments entraînent ensuite l'application d'un certain nombre de présomptions de culpabilité.

Le mis en cause se trouve donc, là encore, au regard de l'engagement des deux responsabilités, privé d'un moyen qu'il aurait pu mettre en œuvre de façon efficace afin d'assurer, dans une certaine mesure, sa situation ultérieure auprès de la Commission des sanctions. Cette solution renforce également les interrogations quant à la légitimité de l'AMF et surtout de l'étendue de ses pouvoirs dans la répression des abus de marché.

d'une procédure de sanction qui, procédant d'une appréciation manifestement erronée de l'ensemble des éléments susceptibles de faire naître le soupçon d'un manquement passible de sanction, se révélerait dénuée de toute justification ».

⁶⁶¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 381. V. aussi : CA Paris, 1^{re} ch., sect. COB/ CBV, 15 janv. 1993, n° 92- 14/ 779.

⁶⁶² CA Paris, ch. 1, 6 avr. 1994, n° 943851.

⁶⁶³ R. VABRES, obs. ss. CAA Paris, 3^e ch., 24 mars 2017, n° 14PA04956, *Dr. sociétés* juin 2017, comm. 108 : « il n'y a aucun fondement juridique au lien établi par le juge administratif entre la phase d'enquête et la procédure de sanction » car « les enquêteurs de l'AMF peuvent causer un préjudice indépendamment de la procédure de sanction subséquente », de sorte que « pour protéger l'efficacité de l'enquête, il aurait été plus cohérent d'exiger la preuve d'une faute lourde ou d'un détournement de pouvoir, indépendamment de la procédure de sanction ».

⁶⁶⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 385. V. aussi : T. PERROUD, « La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume- Uni », *Dalloz, coll. « Nouvelle Bibliothèque de Thèses »*, 2013, p. 994 et s.

⁶⁶⁵ Selon F. MARTIN LAPRADE : la responsabilité personnelle des enquêteurs devrait pouvoir être engagée en cas d'« enquêteurs qui ne se donneraient pas la peine de vérifier comme il se doit les alibis présentés par les personnes qu'ils considèrent comme « suspects » mais qui ont en principe droit à la présomption d'innocence » (F. MARTIN LAPRADE, « AMF : la prévisibilité de la sanction (2/ 3) », *Option Finance* n° 1438, 20 nov. 2017, p. 49).

⁶⁶⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 386 qui distingue la faute de service engageant la responsabilité de l'AMF et celle personnelle engageant celle de l'enquêteur (T. des conflits, 30 juill. 1873, Pelletier, n°00035) et dont le caractère détachable des fonctions se matérialiserait par « l'intention de l'agent et la gravité particulière de l'acte reproché ».

⁶⁶⁷ AMF, comm. sanct., 21 avr. 2017, SAN- 2017- 04.

§2. Neutraliser la méthode du faisceau d'indices : un apport limité

Le mis en cause dispose toutefois également de la possibilité de neutraliser la méthode du faisceau d'indices et ainsi, la présomption de culpabilité de fait qu'elle instaure. En effet, le recours à cette méthode impose le respect d'un certain nombre d'exigences qui vont permettre ainsi au mis en cause de réfuter les indices de culpabilité par des preuves ou arguments inverses. Comme il a été relevé, « *le maniement de cette méthode appelle de l'enquêteur, de l'autorité de poursuite et du juge beaucoup de rigueur intellectuelle et de vigilance* »⁶⁶⁸. Les garde-fous qui ont été imposés par la jurisprudence permettent ainsi de protéger le respect de la présomption d'innocence du mis en cause. La Commission de sanction de l'AMF n'a en effet pas hésité à mettre hors de cause des personnes poursuivies en cas d'insuffisance des éléments de preuve⁶⁶⁹. Ces garde-fous valent tant pour la méthode du faisceau d'indices utilisée par l'AMF, que le PNF au regard du délit d'initié.

Il convient néanmoins de concentrer ici nos développements sur la méthode du faisceau d'indices utilisée par l'AMF dans la mesure où cette autorité y a recouru bien plus fréquemment. Le mis en cause pourra dès lors remettre en question le faisceau d'indices tant au regard de l'exigence de pluralité des indices retenus (**A**), de leur pertinence (**B**) de la confrontation de ces derniers avec les indices de culpabilité (**C**) et de non culpabilité (**D**) ainsi qu'au regard de l'exigence d'absence de toute autre explication crédible (**E**). Toutefois, là encore, les obstacles que le mis en cause rencontrent dans cette réfutation restent non négligeables et ne lui permettent pas en pratique de retrouver de nouveau un respect effectif de sa présomption d'innocence.

A. Pluralité des indices

La première exigence de cette méthode repose sur la pluralité des indices que doit recueillir l'AMF. Un seul élément, même déroutant, ne suffit pas à lui seul à établir la preuve recherchée⁶⁷⁰. De même, si parmi plusieurs indices, un seul s'avère être probant pour pouvoir être retenu, la preuve ne pourra être établie⁶⁷¹. La personne poursuivie pourra donc combattre le caractère révélateur des différents indices proposés⁶⁷², voire leur exactitude même⁶⁷³, afin de ne laisser qu'un indice qui sera insusceptible d'établir à lui seul la preuve du manquement, malgré sa force probatoire⁶⁷⁴. La méthode du faisceau d'indices repose en effet sur l'accumulation d'indices qui tendent chacun à rendre probable le fait à démontrer : « *l'infliction d'une sanction à caractère répressif sur le fondement d'un seul indice n'est pas admissible, eu égard au respect dû à la présomption d'innocence dont bénéficie*

⁶⁶⁸ « Le maniement de cette méthode appelle de l'enquêteur, de l'autorité de poursuite et du juge beaucoup de rigueur intellectuelle et de vigilance : par rapport aux éléments du dossier et aux thèses en présence, celle de la poursuite et celle de la défense ; mais aussi (...) à l'égard de soi-même. (...) il faut prendre avec infiniment de précaution les apparences, les hypothèses et les coïncidences, peser et repeser les arguments et laisser le doute remplir son office absolu » (D. LABETOULLE, « La diversité des initiés », BJB juill. 2011, n°JBB-2011-0207, p. 460).

⁶⁶⁹ La rigueur dont la Commission fait parfois preuve dans l'application de cette méthode a pu être relevée par la doctrine : J.-J. DAIGRE, « Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices », note ss. AMF, comm. sanct., 15 septembre 2011, SAN-2012-01, BJB mai 2012, n°JBB-2012-0095, p. 202 ; S. TORCK, « Du bon usage de la méthode du faisceau d'indices », note ss. CA Paris, 27 mars 2012, n°2011/08526, Dr. sociétés 2012, n° 7, comm. 126 ; D. LABETOULLE, « La diversité des initiés », BJB juill. 2011, n°JBB-2011-0207, p. 460.

⁶⁷⁰ AMF, comm. sanct., 9 oct. 2008, SAN-2008-26 ; AMF, comm. sanct., 11 janv. 2016, SAN-2016-02 ; AMF, comm. sanct., 21 sept. 2009, SAN- 2009- 32.

⁶⁷¹ AMF, comm. sanct., 21 sept. 2009, SAN-2009-32. V. aussi : D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 290.

⁶⁷² AMF, comm. sanct., 23 déc. 2008, SAN-2009-27.

⁶⁷³ AMF, comm. sanct., 18 janv. 2010, SAN-2018-28.

⁶⁷⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 290.

tout accusé »⁶⁷⁵. Dès lors, « *l'indice le plus fort ne saurait, par lui-même, prouver la culpabilité* »⁶⁷⁶. L'AMF est ainsi tenue de caractériser au moins deux indices permettant de prouver le fait à établir. D'après N. Ida, « *en pratique, les services d'enquête veillent à réunir au moins trois indices, et même davantage lorsque c'est possible, afin que le faisceau démonstratif ainsi constitué ait une force probante suffisante pour convaincre la Commission des sanctions. Cette dernière ne semble pas, du reste, se contenter d'un faisceau d'indices trop fragile, fondé sur seulement deux éléments de fait concordants* »⁶⁷⁷.

Enfin, au regard de la preuve par extrapolation de la manipulation de cours, cette méthode ne devient une véritable présomption que si les anomalies détectées sur l'un quelconque des titres sont corroborées par d'autres constatations comme des sondages aléatoires, l'analyse d'un algorithme de trading ou tout autre élément de preuve pertinent. Cela témoigne donc d'une exigence pesant sur l'autorité de poursuite qui ne peut se contenter de la preuve de quelques faits douteux comme l'affaire Kraay précitée a pu le démontrer⁶⁷⁸.

Cette exigence confère ainsi au mis en cause une marge de manœuvre pour venir réfuter les indices avancés par la Commission des sanctions et lui permet de jouer sur cette exigence de pluralité pour démanteler l'argumentation avancée par l'AMF.

B. Pertinence des indices

A cette première exigence protectrice de la présomption d'innocence du mis en cause, vient s'ajouter l'exigence de pertinence des indices. Les indices permettant de retenir la caractérisation du manquement doivent en effet être pertinents, les éléments anodins devant être écartés. Seuls les indices graves, précis et concordants doivent être retenus comme a pu le rappeler la Commission des sanctions⁶⁷⁹. Il faut en effet que l'élément de preuve apporté soit en rapport avec le point à démontrer et contribue à l'établir⁶⁸⁰. La Commission des sanctions a ainsi pu retenir que malgré les liens de parenté entre un frère et une sœur qui était une initiée, l'absence d'effectivité de ce lien par l'éloignement géographique, la différence d'âge et le caractère espacé de leur relation ne permettaient pas de retenir que cet indice était effectif⁶⁸¹. Une solution similaire a pu être retenue en cas de manipulation de cours⁶⁸².

⁶⁷⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 448.

⁶⁷⁶ F. GORPHE, « La valeur probante des indices », *RSC* 1937, p. 420.

⁶⁷⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 449 citant S. BARANGER, dans 12e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, « La détention de l'information privilégiée et ses conséquences », Paris, 4 oct. 2019. Disponible en ligne sur : [https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/agenda-de-lamf/12e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-videos-des-interventions-du-colloque#Table ronde 1 Les contours de linformation privilgiee](https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/agenda-de-lamf/12e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-videos-des-interventions-du-colloque#Table%20ronde%201%20Les%20contours%20de%20l'information%20priviligiee).

V. aussi : AMF, comm. sanct., 28 avr. 2021, SAN- 2021- 06, §156, écartant le grief de transmission d'une information privilégiée au motif que « le seul fait que (le mis en cause) détenait l'information privilégiée et qu'il ait été en contact à deux reprises avec Mme Z. (un jour donné) ne peut constituer un faisceau d'indices prouvant que Mme Z. détenait ladite information ».

⁶⁷⁸ AMF, comm. sanct., 12 mai 2011, *Kraay Trading I BV*, SAN-2011-09.

⁶⁷⁹ AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13.

⁶⁸⁰ J.- L. BERGEL, « Théorie générale du droit », *Dalloz* 5e éd., 2012, n° 260, p. 331- 332.

⁶⁸¹ AMF, comm. sanct., 22 mai 2008, SAN- 2018- 19. V. aussi : N. IDA, *op. cit.*, p. 439.

⁶⁸² F. BARRIERE, note ss. AMF, comm. sanct., 26 févr. 2021, SAN- 2021- 01, *BJB* mai 2021, n°200a2, p. 13 ; A. BELLEZZA, note ss. AMF, comm. sanct., 26 févr. 2021, SAN- 2021- 01, *RSC* 2021. 420.

L'exigence de pertinence permet donc de s'assurer que n'importe quel fait ne soit pas susceptible de prouver la commission du manquement et ne soit pas retenu de façon systématique au détriment de la personne mise en cause. Le mis en cause pourra dès lors réfuter les arguments non pertinents avancés par l'AMF et avancer des explications venant consacrer la pertinence de son argumentation et légitimer ainsi l'action qui lui est reprochée. Il peut notamment alléguer, en matière d'initié, qu'il n'y a pas de lien entre les opérations incriminées et la détention d'une quelconque information privilégiée⁶⁸³. A ainsi pu être rejeté récemment l'argument selon lequel « *des similitudes entre des opérations réalisées sur quatre valeurs françaises* » auraient permis de déduire la transmission de l'information privilégiée et son utilisation par le mis en cause⁶⁸⁴. Également, la Commission des sanctions a pu considérer que le fait qu'un mis en cause soit à l'origine de l'ensemble des investissements familiaux litigieux ne saurait constituer un indice pertinent pouvant contribuer à la preuve du manquement d'initié, dès lors que ce dernier gèrait personnellement le patrimoine familial depuis de nombreuses années, en investissant pour lui-même ainsi que pour le compte de ses enfants⁶⁸⁵. Un tel exemple peut aussi être relevé en termes de manipulation de cours où la Commission a retenu que la saisie massive d'ordre de bourse résultait d'une volonté et d'un intérêt réel d'acheter de la part du mis en cause, qui étaient cohérent avec sa stratégie de gestion patrimoniale. Il importait dès lors peu que cette action ait entraîné un déséquilibre du carnet d'ordres⁶⁸⁶. Cette exigence permet ainsi d'éviter de prendre en compte un ensemble de preuves peu pertinentes en elles-mêmes mais qui le deviendrait par leur addition et permet ainsi au mis en cause d'assurer le respect effectif de sa présomption d'innocence.

C. Confrontation des différents indices de culpabilité

La confrontation des indices de culpabilité amène une exigence de concordance, à savoir le fait que les indices doivent tendre vers une même conclusion⁶⁸⁷. C'est en effet « *leur croisement qui fait preuve* »⁶⁸⁸ et leur convergence. Cette exigence de concordance se retrouve donc tant en matière d'initié⁶⁸⁹ que de manipulation de cours⁶⁹⁰ et est rappelée par hautes juridictions. Cette exigence pose ainsi l'impossibilité de lier des indices concordants et discordants ou de mettre de côté un indice

⁶⁸³ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire Pechiney « bis » : encore des initiés secondaires », note ss. AMF, comm. sanct., 23 déc. 2008, SAN-2009-27, *BJB* janvier 2010, n°JBB-2010-001, p. 10 ; B. KEITA, *op. cit.*, p. 223.

⁶⁸⁴ AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13.

⁶⁸⁵ AMF, com. sanct., 9 juill. 2021, SAN-2021-13, §54 et s.

⁶⁸⁶ AMF, comm. sanct., 26 févr. 2021, SAN-2021-01, §32 : qu'il convenait « (de) s'interroger, d'une manière générale sur la pertinence de l'application de la grille d'analyse que constituent ces indicateurs à des circonstances telles que celles de l'espèce, où le caractère extraordinairement peu liquide du titre, révélé par la faiblesse des transactions journalières confine à l'absence d'un véritable marché. Dans un tel contexte, la moindre intervention, un tant soit peu significative, sur le titre d'un actionnaire majoritaire souhaitant renforcer sa participation a pour effet mécanique d'amplifier le déséquilibre du carnet d'ordres et de porter à des valeurs très élevées des indicateurs manifestement conçus pour s'appliquer à des opérations portant sur des titres liquides connaissant des volumes d'échanges beaucoup plus importants ».

⁶⁸⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 453.

⁶⁸⁸ F. GORPHE, « Variétés et difficultés dans l'appréciation des indices », *RSC* 1938. 215, p. 234, ajoutant que « toute la difficulté consiste à ne pas prendre les concordances apparentes ou simples coïncidences pour des concordances réelles, basées sur les rapports objectifs des faits entre eux ».

⁶⁸⁹ CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 30 déc. 2010, n° 326987 : « Considérant qu'à défaut de preuve matérielle (...) la détention d'une information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices concordants, desquels il résulte que seule la détention d'une information privilégiée peut expliquer les opérations litigieuses auxquelles la personne mise en cause a procédé (...) ».

⁶⁹⁰ CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 20 mars 2013, n° 356476 : « Considérant (...) qu'à défaut de preuve matérielle, la manipulation de cours peut être établie par un faisceau d'indices concordants ».

discordant dans la seule finalité de soutenir un faisceau d'indices concordants⁶⁹¹. Le mis en cause pourra également jouer sur cette exigence afin de démanteler le faisceau d'indices bâti par l'AMF.

Néanmoins, les gardes fous édictés contre la méthode du faisceau d'indice montrent leur limite face à la pratique de l'AMF. La condition de confrontation des différents indices n'a en effet pas toujours été respectée par l'AMF qui a pu retenir la caractérisation du manquement malgré la présence de deux indices convergents et deux autres divergents⁶⁹². Or, comme le relève justement un auteur, « *les présomptions doivent être concordantes : il peut y avoir des probabilités pour et des probabilités contre ; si l'une détruit l'autre, elles ne peuvent plus produire la certitude légale ; il en résultera, au contraire, l'incertitude, le doute* »⁶⁹³. La présomption d'innocence impose que le doute profite au prévenu⁶⁹⁴, ce qui semble donc ne pas être systématiquement respecté en pratique par l'AMF et limite ainsi les moyens à la disposition du mis en cause pour réfuter cette présomption de culpabilité de fait.

D. Confrontation des indices de culpabilité et de non culpabilité

La méthode du faisceau d'indices et son atteinte à la présomption d'innocence se retrouvent limitées si d'autres indices viennent contredire le raisonnement de l'accusation, même si ces indices à décharge ne permettent pas non plus de constituer à eux seuls une preuve contraire mais seulement créer un doute. Le principe de présomption d'innocence impose en effet que le doute profite à l'accusé⁶⁹⁵. Il est donc possible d'avancer un faisceau de « *contre-indices* » par le mis en cause⁶⁹⁶ pour contredire l'argumentation avancée par l'AMF. En effet, « *cette méthode probatoire (...) n'exclut pas (...) le fait que les justifications avancées par les personnes poursuivies puissent permettre de neutraliser les soupçons et indices motivant les poursuites exercées* »⁶⁹⁷.

Par exemple, il a pu être retenu que la publication d'un article de presse antérieur à l'opération en cause était « *susceptible d'inciter un investisseur à se positionner* » et avait ainsi permis au mis en cause de démontrer qu'il ne détenait pas l'information privilégiée⁶⁹⁸. C'est également l'instant où le mis en cause peut alléguer ses compétences personnelles, professionnelles, son niveau de connaissance du marché, de l'émetteur et des instruments financiers en question, ses habitudes d'investissements et de prises de risque, le montant de l'investissement vis-à-vis de ses pratiques habituelles⁶⁹⁹. Il peut minimiser l'importance de la relation entretenue avec la source potentielle de l'information privilégiée, préciser que l'information n'existait pas encore au moment de l'échange entre les deux personnes, que la conversation, l'opération ou les arguments avancés par l'AMF étaient banals, témoigner qu'il démontrait déjà un intérêt sur le titre en question en dehors de la période d'abstention, que l'information transmise n'était pas privilégiée car moins précise, que la conversation portait sur un autre sujet (la difficulté à établir ce qui a été dit lors de la conversation peut jouer en faveur du mis en

⁶⁹¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 454.

⁶⁹² AMF, comm. sanct., 13 nov. 2020, SAN- 2020-11 où l'AMF a déclaré un indice concordant inefficace seulement afin de reconnaître un faisceau concordant.

⁶⁹³ F. LAURENT, « Principes de droit civil français », t. 17, *Hachette BNF*, sept. 2014, éd. originale 1869-1878, n° 636, p. 654.

⁶⁹⁴ Comme a par ailleurs pu le rappeler l'AMF elle-même : AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN- 2019- 02.

⁶⁹⁵ Sur la prévalence de la présomption d'innocence devant la COB : CA Paris, 1^{ère} ch., 15 janv. 1993, n° 92- 14/ 779 ; Cass. com., 18 juin 1996, n°94-14.178.

⁶⁹⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 291.

⁶⁹⁷ CA Paris, p. 5, ch. 7, 27 mars 2012, n°2011/08526.

⁶⁹⁸ AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13.

⁶⁹⁹ B. KEITA, *op. cit.*, p. 236 et s.

cause) ; il peut arguer que des analyses réalisées antérieurement aux opérations en cause, le fait que l'information privilégiée ait pu parvenir à un tiers par plusieurs canaux⁷⁰⁰... Les contredits ou explications alternatives du mis en cause peuvent donc s'avérer particulièrement pertinentes et permettre d'échapper à la présomption de culpabilité de fait qu'incarne la méthode du faisceau d'indices.

Pour certains mis en cause⁷⁰¹ et auteurs, cela revient néanmoins à inverser la charge de la preuve sur le mis en cause et porter ainsi atteinte à la présomption d'innocence⁷⁰². D'autres allèguent simplement un allègement de la charge de la preuve, dont le risque continue en réalité de poser sur l'AMF⁷⁰³.

Néanmoins, cette exigence trouve également sa propre limite qui amène de nouveau une atteinte à la présomption d'innocence. En effet, la méthode du faisceau d'indices ne voit pas une application similaire selon que sont en cause des investisseurs expérimentés ou des professionnels de la finance contre ceux moins qualifiés⁷⁰⁴. Or si cette méthode voit son utilité particulièrement limitée dans le premier cas, elle se retourne contre le mis en cause qui n'est qu'investisseur occasionnel sur le marché et qui sera bien moins en mesure d'apporter des explications et raisons convaincantes à ses actions ou qui seront jugées insuffisamment rationnelles⁷⁰⁵. L'argument de l'intuition, du coup de chance ou encore de l'accès à des notes d'analystes financières se verront attribuer une valeur probante bien plus limitée⁷⁰⁶. Un auteur souligne alors que : « *la chance du débutant ne semble pas pouvoir exister en bourse : les professionnels de la finance ou les investisseurs chevronnés, rompus aux pratiques des marchés financiers, semblent plus à l'abri d'éventuelles poursuites que des amateurs impulsifs, pourtant plus extérieurs aux informations privilégiées* »⁷⁰⁷.

La pratique de la sélection unilatérale des pièces et des observations versées au rapport d'enquête et définies dans la notification de grief portent considérablement atteinte à la défense que le mis en cause pouvait élaborer pour combattre les indices ultérieurement invoqués. En effet, les juges retiennent qu' « *aucun texte ou principe n'interdit que la décision prononçant une sanction à l'encontre d'une personne à qui a été reproché [un manquement financier] retienne des circonstances de fait qui ne sont pas mentionnées dans la lettre de notification de griefs afin de caractériser les comportements qui s'y trouvent visés* »⁷⁰⁸ permettant ainsi à un élément factuel d'intégrer la méthode du faisceau d'indices sans que le mis en cause n'en soit informé avant d'avancer la défense qu'il avait préparé.

⁷⁰⁰ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 301. V. Par ex : AMF, comm. sanct., 22 mai 2008, SAN-2008-19 ; AMF, comm., sanct., 9 oct. 2008, SAN-2008-26 ; AMF, comm. sanct., 15 oct. 2009, SAN-2010-02 ; AMF, comm. sanct., 12 nov. 2009, SAN-2010-03 ; AMF, comm. sanct., 22 mai 2008, SAN-2008-19 ; AMF, comm. sanct., 7 févr. 2008, SAN-2008-08 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN-2019-05 ; CA Paris, p. 5, 7^e ch., 21 juin 2012, *Buildinvest*, n°2011/08965 : au regard des explications et justificatifs versés au débat, « chacun des indices retenus par la décision (...) n'a pas la force probante que lui a prêté la Commission des sanctions » ; CE, 1^{ère} et 6^e ss sect., 24 avr. 2012, n°338786 et 338229.

⁷⁰¹ AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, SAN- 2018- 17 ; AMF, comm. sanct, 7 juin 2007, *Sté Vivendi Universal et alii*, SAN- 2007-19.

⁷⁰² J.-J. DAIGRE, « Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices », note ss. AMF, comm. sanct., 15 septembre 2011, SAN-2012-01, *BJB* mai 2012, n°JBB-2012-0095, p. 202.

⁷⁰³ N. IDA, *op. cit.*, p. 486.

⁷⁰⁴ *Ibid*, p. 497.

⁷⁰⁵ *Ibid*, p. 503 ; B. KEITA, *op. cit.*, p. 236.

⁷⁰⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 503.

⁷⁰⁷ G. ROCH, note ss. Cass. com., 1^{er} juin 2010, n°09-14684, *RLDA* n° 53, oct. 2010, p. 28.

⁷⁰⁸ Cass. com., 27 avr. 2011, n° 10- 12.125 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 24 nov. 2016, n° 2015/ 15347 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 3 mai 2012, n° 2011/ 02607 ; CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 19 juill. 2017, n° 397990 ; CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 25 févr. 2015, n° 372613.

Bien que ce dernier doit en principe, être soumis au débat contradictoire⁷⁰⁹, certains auteurs relèvent néanmoins qu'il y a un risque « *de voir dans un premier temps des notifications de griefs s'appuyant sur quelques éléments de fait pour caractériser les manquements reprochés au mis en cause auxquels ce dernier répondrait de manière circonstanciée, puis dans un second temps de voir apparaître un nouvel argumentaire basé sur d'autres circonstances de fait non mentionnées initialement pour caractériser le manquement reproché en fonction de l'argumentation développée par le mis en cause* »⁷¹⁰.

Ces deux limites à cette exigence témoignent donc que, bien que le mis en cause dispose de moyens afin de remettre en question la présomption de culpabilité avancée par la méthode du faisceau d'indices, ceux-ci peuvent encore rester limités et ne pas permettre le plein retour de la présomption d'innocence à ce niveau.

E. Exigence d'une démonstration sans équivoque

La Commission des sanctions⁷¹¹, la Cour d'appel de Paris⁷¹² et le Conseil d'Etat⁷¹³ exigent en effet que ces indices établissent sans équivoque le manquement en cause. Ainsi, il est nécessaire que la situation ou opération litigieuse ne puisse trouver d'autres explications que l'élément dont l'accusation cherche à établir la preuve⁷¹⁴. Il convient donc de démontrer l'absence de toute autre explication alternative aux opérations effectuées afin de retenir la caractérisation du manquement et ce, même si le faisceau d'indices retenus est pertinent et sérieux⁷¹⁵. Par exemple, en ce qui concerne le manquement d'initié, le seul fait d'établir un circuit de transmission de l'information privilégiée « *plausible* » ne suffit pas à retenir ce manquement⁷¹⁶. La personne poursuivie peut donc également combattre la méthode du faisceau d'indices en avançant une justification crédible à son comportement⁷¹⁷, en démontrant que les éléments caractérisant le manquement ne sont pas les seuls facteurs permettant d'expliquer l'opération qui a eu lieu. Elle devra fournir des justifications tant sur le principe même de l'opération que sur les circonstances, notamment la « *précipitation avec laquelle l'opération a pu être menée ou encore son caractère massif* »⁷¹⁸. Là encore, la personne peut venir démontrer qu'en raison des publications à l'époque des faits, elles ont été amenées, par leur propre raisonnement, à faire l'opération reprochée tels que des rapports d'analyse, des rumeurs de marché, le caractère non atypique de l'opération, son caractère prudent ou encore sa capacité à déduire logiquement des données publiques la pertinence de

⁷⁰⁹ AMF, comm. sanct., 13 nov. 2020, SAN-2020-11.

⁷¹⁰ M. SAMUELIAN et G. BERRUYER, note ss. Cass. com., 27 avr. 2011, n° 10-12.125, *BJB* sept. 2011, n° JBB-2011-0246, p. 487.

⁷¹¹ AMF, comm. sanct., 28 sept. 2012, SAN-2012-16 ; AMF, comm. sanct., 23 déc. 2010, SAN-2009-27.

⁷¹² CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/14851 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 21 juin 2012, n° 2011/08965 ; CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 3 oct. 2013, n° 2012/11761.

⁷¹³ CE, 6^e et 1^e ss. sect., 24 avr. 2012, n° 338786 qui a en effet annulé la décision de sanction de l'AMF du 25 septembre 2008 pour insuffisance d'indices concordants et dénués d'équivoque.

⁷¹⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 291. V. aussi : AMF, comm. sanct., 27 mai 2010, SAN-2010-14 ; AMF, comm. sanct., 20 nov. 2008, SAN-2009-09.

⁷¹⁵ AMF, comm. sanct., 20 nov. 2008, SAN-2009-09. V. aussi : R. SALOMON, « Preuve du délit d'initié par la méthode du faisceau d'indices précis, graves et concordants », note ss. Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83500, *BJB* mai 2022, n° BJB200r2, p. 19.

⁷¹⁶ AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13.

⁷¹⁷ V. par exemple AMF, comm. sanct., 14 avr. 2005, SAN-2005-09 ; CE, 6^e et 1^e ss-sect. réunis, 24 avr. 2012, n° 338786 et 338929. V. aussi : R. SALOMON, « Preuve du délit d'initié par la méthode du faisceau d'indices précis, graves et concordants », note ss. Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83500, *BJB* mai 2022, n° BJB200r2, p. 19.

⁷¹⁸ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 293. V. aussi : AMF, comm. sanct., 7 juin 2007, SAN-2007-19 ; AMF, comm. sanct., 17 févr. 2011, SAN-2011-04.

l'opération⁷¹⁹. Plus la personne réussit à écarter en amont la pertinence des indices qui lui sont opposés, plus il lui sera facile de démontrer que les éléments restants ne permettent pas de déduire que l'opération litigieuse n'a de motif que l'élément caractérisant le manquement⁷²⁰.

Néanmoins, cette exigence pourtant instaurée afin de préserver la présomption d'innocence du mis en cause, trouve rapidement ses limites et peut venir, au contraire, porter une atteinte plus conséquente à celle-ci. En effet, la personne mise en cause se trouve tout d'abord obligée en réalité à avancer de tels arguments puisqu'en cas contraire, la Commission des sanctions pourra utiliser ce silence ou cette absence d'explications plausibles comme un indice de culpabilité venant compléter le faisceau.⁷²¹ Or cela vient porter atteinte à son droit de garder le silence, droit qui permet l'effectivité de la présomption d'innocence.

Il s'agit donc d'un indice négatif qui prend une part très importante aux yeux de la Commission des sanctions, qui opère un raisonnement négatif amenant à prendre en compte le silence de l'accusé comme un indice de culpabilité⁷²². Cette prise en compte est possible au regard du droit européen⁷²³ mais, y ajouter l'ensemble des autres limites de cette méthode, amène cette dernière à porter effectivement atteinte à la présomption d'innocence. Pour certains auteurs cela conduit même à un renversement de la charge de la preuve portant atteinte directement à celle-ci par le fait d'imposer à la personne poursuivie de fournir des explications sur son comportement⁷²⁴, voire, en pratique, de produire tous les éléments de preuves qui permettent de justifier le comportement reproché⁷²⁵. D'autant plus que « *cet indice est particulièrement contestable (...) parce qu'il postule que les décisions de l'investisseur sont toujours prises sur une base rationnelle, ce qui néglige la tendance de nombreux épargnants à se fier à leur instinct ou à des éléments aussi subjectifs que parfois irrationnels* »⁷²⁶. Et en effet, les choix sur le marché boursier ne sont pas nécessairement sensés ou décidés pour une raison précise et spécifique, or le doute doit profiter à l'accusé⁷²⁷.

Également, l'AMF rappelle régulièrement, en ce qui concerne le manquement d'initié, que « *la détention d'une information privilégiée peut, à défaut de preuve directe, être établie par un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé, sans que l'AMF n'ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue jusqu'à*

⁷¹⁹ AMF, comm. sanct., 12 nov. 2009, SAN-2010-03 ; AMF, comm. sanct., 15 oct. 2009, SAN-2010-02 ; AMF, comm. sanct., 7 févr. 2008, SAN-2008-08.

⁷²⁰ *Ibid* ; AMF, comm. sanct., 18 nov. 2010, SAN-2010-28.

⁷²¹ V. par exemple AMF, com. sanct., 10 avr. 2008, SAN-2008-15, infirmé par CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n°2008/14851, cassé par Cass. com., 1^{er} juin 2010, n°009-14.684.

⁷²² N. IDA, *op. cit.*, p. 439.

⁷²³ CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n° 18721/91.

⁷²⁴ En ce sens, notamment D. BOMPOINT, note ss. AMF, comm. sanct., 29 mars 2007, SAN- 2007- 16, *RDBF* juill.-août 2007, n° 4, comm. 168 : « La Commission des sanctions juge dépourvus de justification « sérieuse et crédible » les achats [reprochés au mis en cause], inversant ainsi la charge de la preuve exactement comme si l'intéressé était sous le coup d'une présomption d'irrégularité qui l'aurait obligé à prouver la légitimité de ses interventions ».

⁷²⁵ M. SAMUELIAN, dans 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, « Le manquement d'initié : données récentes », Paris, 18 oct. 2010, p. 9. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l%27AMF%20%20transcription%20des%20debats%20-%20Table%20ronde%20de%20Le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf.

⁷²⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 296.

⁷²⁷ Notamment rappelé par CA Paris, p. 5, ch. 7, 27 mars 2012, n° 2011/ 08526.

la personne qui l'a utilisée »⁷²⁸. L'AMF n'a pas à reconstituer dans le détail le cheminement de l'opération. Pour certains auteurs, cela revient à une forme de « preuve par élimination »⁷²⁹ ou même à une « présomption par exclusion »⁷³⁰. Une telle solution s'explique encore par la nécessité d'assurer une répression efficace des abus de marché face à des preuves particulièrement ardues à rapporter, telle que la diffusion d'une information privilégiée qui est une chose immatérielle susceptible d'être communiquée sans laisser de trace⁷³¹.

Néanmoins, la possibilité pour l'AMF de faire l'impasse sur l'indice qu'est l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée est contestable puisque essentielle⁷³², d'autant plus qu'il arrive régulièrement que l'AMF retienne que la détention de l'information privilégiée est démontrée sans pouvoir pourtant expliquer la façon dont elle a été obtenue ou sans avancer une quelconque théorie quant à celle-ci⁷³³. Par exemple, l'interprétation très large que fait l'AMF de sa méthode du faisceau d'indices lui a permis (et ce confirmé par la Cour d'appel) de retenir et condamner un « prétendu initié alors même qu'il avait été admis que le seul canal par lequel il aurait pu obtenir l'information privilégiée en cause n'était pas avéré »⁷³⁴ ou que sa décision « ne mentionne pas le moindre élément de fait permettant d'imaginer comment l'intéressé, promoteur immobilier de son état, aurait pu obtenir l'information privilégiée concernant le kriegsspiel d'Enel et Veolia envers Suez »⁷³⁵.

Cette absence d'obligation de démontrer l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée a été particulièrement critiquée⁷³⁶. D'autant plus que l'AMF ne discute parfois pas les arguments avancés par le mis en cause pour justifier la crédibilité d'une autre explication⁷³⁷. Ainsi, une décision de l'AMF a notamment pu être censurée par la Cour d'appel car « en déduisant la détention de l'information privilégiée de son utilisation supposée, tout en imposant à M. B. d'apporter la preuve, quasi impossible, que ses acquisitions de titres étaient dénuées de liens

⁷²⁸ AMF, comm. sanct., 28 févr. 2020, SAN-2020-03, §33 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN- 2019- 05, §131 ; AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN- 2019- 02, §40 ; CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 3 oct. 2013, n° 2012/ 11761.

⁷²⁹ F. GORPHE, « L'appréciation des preuves en justice. Essai d'une méthode technique », *Librairie du Recueil Sirey*, Paris, 1947, p. 146.

⁷³⁰ J. GHESTIN et H. BARBIER, « Traité de droit civil, Introduction générale », 5^e éd., t. 2, *LGDJ*, déc. 2020, n° 423, p. 328.

⁷³¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 480.

⁷³¹ CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n° 18721/91.

⁷³² N. IDA, *op. cit.*, p. 480.

⁷³³ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.* p. 294. V. aussi : AMF, comm. sanct., 10 avr. 2008, SAN-2008-15 ; CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 3 juillet 2007, n°2006/19083 ; AMF, comm. sanct., 8 janv. 2009, SAN-2010-04 ; Cass. com., 1^{er} juin 2010, n°09-14.684.

⁷³⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 295. V. aussi : CA Paris, p. 5, ch. 7, 24 nov. 2009, n°2009/02626 ; pourvoi rejeté par CCass. com., 6 sept. 2011, n°20-11.564.

⁷³⁵ D. BOMPOINT, « Manquement d'initié - Équivoque et faisceau d'indices », comm. ss. AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-03 », *Dr. sociétés* n° 5, Mai 2019, comm. 91.

⁷³⁶ G. ROCH, dans 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, « Le manquement d'initié : données récentes », Paris, 18 oct. 2010, p. 7 : « Que la preuve de la détention d'une information privilégiée ne soit pas rendue impossible en l'absence de l'existence de preuves formelles de cette détention, nous sommes d'accord ; Qu'il ne soit pas nécessaire de réunir des indices des circonstances précises de cette transmission, passe encore ; mais que la qualité d'initié puisse être retenue à l'encontre d'une personne alors même qu'il n'existe aucun indice des circonstances possibles de la transmission, est-ce vraiment possible ? La preuve sans équivoque de la détention d'une information semble requérir à tout le moins la recherche d'une piste possible de transmission de l'information privilégiée ». Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%201%27AMF%20%20transcription%20des%20debats%20-%20Table%20ronde%20de%20Le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf.

⁷³⁷ AMF, comm. sanct., 13 nov. 2020, SAN- 2020-11.

avec la détention d'une telle information, et sans même préciser à quel titre ce dernier savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée, la Commission des sanctions n'a pas apporté la preuve qui lui incombait »⁷³⁸. La Commission des sanctions semble néanmoins peu à peu revenir à un tel respect et a notamment récemment affirmé que si l'AMF n'a pas l'obligation d'établir « précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue à la personne qui l'a utilisée »⁷³⁹, cela est « à condition que le rapprochement de ces indices l'établisse sans équivoque (...) » et que « les justifications avancées par les personnes poursuivies ne permettent pas d'écarter les soupçons et indices motivant les poursuites »⁷⁴⁰. Cela reste néanmoins inconstant⁷⁴¹ et cette exigence a tout de même pu faire l'objet de dérogations ponctuelles de la part de l'AMF, comme le témoigne l'affaire Elliott⁷⁴², où ce fonds s'est vu sanctionné lourdement et où l'AMF a apparemment soutenu que « le mode probatoire ne vise pas exclusivement à démontrer que seule la détention d'une information privilégiée explique les opérations litigieuses » comme cela lui incombe pourtant⁷⁴³. Enfin, l'AMF ne se fonde régulièrement que sur deux principaux indices à savoir le caractère atypique de l'opération et l'absence d'explication rationnelle permettant de la justifier, qui ne sont pas en eux même suffisamment probant pour « fonder une preuve de culpabilité »⁷⁴⁴.

Cela limite donc grandement les moyens en réalité à la disposition du mis en cause pour combattre ce faisceau d'indices et porte ainsi atteinte au respect effectif de la présomption. En principe, « la preuve est réussie quand toute autre solution ne serait possible qu'en admettant des circonstances tout à fait étonnantes, inhabituelles et contraires au cours du monde »⁷⁴⁵, le doute profitant à l'accusé dans le cas contraire. Or cela ne semble pas du tout être suivi par l'AMF afin de répondre au souci d'efficacité de répression des abus de marché.

Dès lors, si la méthode du faisceau d'indice pourrait, en théorie, être respectueuse de la présomption d'innocence et de son effectivité en allégeant simplement le fardeau de la preuve pesant sur l'AMF, la pratique témoigne que la situation est en réalité bien différente puisque l'AMF utilise cette méthode pour faire prévaloir l'effectivité de la répression des abus de marché sur le respect des droits fondamentaux des personnes mises en cause.

Ainsi, si l'encadrement du faisceau d'indices permet en effet pour certains auteurs « d'atteindre un équilibre entre l'efficacité de la répression des infractions d'initiés et le respect des droits fondamentaux des personnes poursuivies qui ne doivent pas être condamnés sur le seul fondement de soupçons »⁷⁴⁶. Néanmoins, par ses limites subsistantes et par les divergences pratiques possibles relatives aux conditions à respecter pour son utilisation, le respect de la présomption d'innocence du mis en cause se trouve, en fait, mise à mal. En effet, plusieurs atteintes se matérialisent et témoignent de la volonté de privilégier la répression effective des abus de marché au détriment du respect effectif

⁷³⁸ CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 8 avr. 2009, *M. Benais c. AMF*, n° 2008/ 14851.

⁷³⁹ AMF, comm. sanct., 9 juill. 2014, SAN- 2014- 14 ; AMF, comm. sanct., 11 janv. 2016, SAN- 2016- 02 ;

⁷⁴⁰ AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN- 2019- 05 ; AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN- 2019- 02

⁷⁴¹ AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN- 2019- 04 ; AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN- 2019- 03.

⁷⁴² CA Paris, 14 janv. 2016, n°2014/1396. V. également AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN-2019-03 pour une condamnation où la détention de l'information privilégiée n'était pas établie.

⁷⁴³ F. MARTIN-LAPRADE, « *Affaire Elliott* : vrai revirement jurisprudentiel ou simple volonté de faire un exemple ? » note ss. CA Paris, 14 janv. 2016, n°2014/13986, BJB avr. 2016, n°113f8, p. 140.

⁷⁴⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 481.

⁷⁴⁵ F. GORPHE, « Variétés et difficultés dans l'appréciation des indices », *RSC* 1938. 215, p. 241, citant T. RITTLER, « Der Indizienbeweis und sein Wert, Schweiz, Zeitschrift für Strafrecht », *Rev. pén. suisse*, 1929, p. 192

⁷⁴⁶ N. RONTCHEVSKY, « Application au délit d'initiés de la preuve par faisceau d'indices », note ss. Cass. crim., 15 déc. 2021, n°21-83.500, *RTD com.* 2022. 339.

de la présomption d'innocence par cette véritable présomption de culpabilité de fait quand ce dernier ne bénéficie pas d'un allègement équivalent dans la charge de la preuve, quand la charge de la preuve est en réalité renversée ou quand le doute raisonnable ne lui profite pas nécessairement.

§3. Évincer les présomptions de culpabilité : un apport modéré

Le mis en cause dispose de moyens différents pour contester les présomptions de culpabilité de droit qui vont jouer tant en démontrant l'absence de l'élément déclencheur de ces dernières (A) que par le jeu de présomptions de comportement légitime en sa faveur (B).

A. La preuve de l'absence de caractérisation d'un élément déclencheur de la présomption

Comme le relève un auteur « *l'automaticité du lien retenu par la loi ou le juge entre le fait connu et le fait inconnu, qui traduit l'existence d'un préjugé de l'autorité créatrice de la présomption, peut en effet conduire à des erreurs, ce qui serait particulièrement regrettable dans un contentieux relevant de la matière pénale* »⁷⁴⁷. Il convient dès lors de s'assurer que ces présomptions de droit naissent et sont mises en œuvre sans défaut et avec une parfaite régularité. Les présomptions de culpabilité pourront donc se matérialiser à travers l'évincement de celle-ci, c'est-à-dire en caractérisant l'absence de leur élément déclencheur. En effet, afin que la présomption de droit puisse jouer, encore faut-il que « *le fait connu servant de point de départ à la présomption soit établi* »⁷⁴⁸, ce qui suppose un élément probatoire minimal que les autorités répressives se doivent de rapporter. Cette contrainte rappelle donc qu'il ne suffit pas, pour ces dernières, d'invoquer et de se référer au texte ou à la jurisprudence qui institue une telle présomption mais bien prouver l'élément permettant de la déclencher, c'est à dire les conditions d'application de celle-ci⁷⁴⁹. Si certains auteurs ne sont pas de cet avis⁷⁵⁰, d'autres ont pu relever que « *celui qui invoque une présomption légale est, en principe, tenu d'établir l'existence des faits qui lui servent de base* » et que « *la présomption légale facilite l'administration de la preuve par celui qui en a la charge mais elle ne le dispense pas de la preuve des faits qui déclenchent la présomption* »⁷⁵¹.

Si l'on a pu retenir qu'une des conséquences les plus importantes de ces présomptions est le renversement de la charge de la preuve qu'elles entraînent, il faut également souligner que celle-ci ne joue que lorsque la présomption est caractérisée et que sa conséquence première n'est ainsi qu'un déplacement de l'objet de la preuve⁷⁵². Par exemple en matière d'initiés où les présomptions jouent avec le plus de vigueur, il sera possible au mis en cause de réfuter le caractère privilégié de

⁷⁴⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 588.

⁷⁴⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 588.

⁷⁴⁹ F. LAURENT, « Principes de droit civil français », t. 19, Bruylant- Christophe et Cie & A. Durand, Pedone-Lauriel, Bruxelles & Paris, 1876, p. 633.

⁷⁵⁰ A. DURANTON, « Cours de droit civil français suivant le code civil », t. 13, 4e éd. Thorel & Guilbert, Paris, 1844, p. 424 : « celui qui a une présomption légale en sa faveur (...) est seulement tenu de prouver que la présomption existe et qu'elle s'applique » ; B. STARCK, H. ROLAND et L. BOYER, « Introduction au droit », Litec 5e éd., 2000, p. 569.

⁷⁵¹ AUBRY et RAU, « Cours de droit civil français », t. XII, Marchal et Billard 5e éd., Paris, 1922, §750, p. 101. V. également : E. VERGES, G. VIAL et O. LECLERC, « Droit de la preuve », PUF coll. « Themis », 2015, p. 251 : « Celui qui prouve par présomption est bien dispensé de prouver le fait objet du litige, mais il n'est en aucun cas dispensé d'apporter la moindre preuve. La présomption emporte généralement allègement par déplacement de l'objet à prouver. Le plaideur doit bel et bien apporter la preuve de faits qui permettent le jeu de la présomption. Dire qu'il est dispensé de preuve est donc à la fois vrai et faux, selon que l'on se place du point de vue du fait connu ou du fait inconnu ».

⁷⁵² N. IDA, *op. cit.*, p. 590.

l'information afin d'empêcher le déclenchement de la présomption de conscience de celle-ci ou de sa détention. De même, il sera possible d'empêcher le déclenchement des présomptions d'utilisation ou d'utilisation induite en démontrant qu'il ne détenait pas une telle information. Les arguments que le mis en cause peut avancer à cet effet ont déjà été mentionnés au regard de la présomption de culpabilité de fait liée à la méthode du faisceau d'indices.

Néanmoins, là encore, des limites à cette contestation par le mis en cause se matérialisent. En effet, comme on a pu le démontrer, les faits déclencheurs sont en général facilement caractérisés par les autorités de poursuite notamment au regard des initiés primaires. Ces derniers subissent une présomption de détention de l'information privilégiée ce qui ne leur permet pas de jouer sur l'élément déclencheur de la présomption d'utilisation et d'illégitimité de cette utilisation. Il en est de même au regard du caractère privilégié de l'information qui subit lui aussi une présomption dès lors que des informations relatives à certains événements sont en cause (présomption d'influence sensible du cours). De plus, la preuve d'une telle qualité d'initié est aisée à rapporter pour l'AMF ou le PNF puisqu'il suffit de prouver la qualité de dirigeant ou d'actionnaire de ce dernier, ce qui relève donc d'un simple constat matériel⁷⁵³. Il en est de même pour la présomption de connaissance du caractère fallacieux des informations diffusées qui pèse sur la simple qualité d'émetteur. D'autant plus que la preuve par faisceau d'indices vient là aussi faciliter la preuve de l'élément déclencheur des présomptions de droit pour les autorités répressives. Ces présomptions de fait viennent alors se lier aux présomptions de droit et permettre leur déclenchement sans qu'il soit besoin de rapporter une preuve tangible pour les autorités de poursuite de ces éléments déclencheurs. Ainsi, « *en pratique, les éléments à prouver sont généralement extrêmement aisés à établir, de sorte que la charge de la preuve est tellement allégée qu'elle est comme inexistante* »⁷⁵⁴ et qu'« *il faut bien reconnaître que la preuve des éléments de fait qui conditionnent la présomption est parfois si aisée, si évidente que, pratiquement, la charge de la preuve semble disparaître pour la partie qui l'invoque* »⁷⁵⁵.

Toutefois, certains éléments constitutifs des manquements et délits prêtent à attention. Notamment et à titre d'exemple, la preuve du caractère privilégié de l'information litigieuse au sein des opérations d'initiés ne doit pas être négligée. En effet, même si l'établissement de celle-ci est elle-même facilitée par des présomptions pour certaines d'entre elles (présomption de son influence sensible sur le cours), cette question a pu faire l'objet de plusieurs interrogations devant l'AMF. F. Stasiak a pu également relever, au sujet de l'arrêt Spector de la CJUE, qu'« *il apparaît que c'est sur le terrain de la définition de l'information privilégiée que se déplacera la discussion* »⁷⁵⁶. L'affaire EADS illustre parfaitement ce point⁷⁵⁷. Une information privilégiée doit en effet présenter trois caractéristiques : son caractère précis, confidentiel et son influence potentielle sur le cours⁷⁵⁸. Ces exigences se retrouvaient déjà au

⁷⁵³ *Ibid.* V. aussi : AMF, comm. sanct., 17 mai 2013, SAN- 2013-13.

⁷⁵⁴ A. AYNES et X. VUITTON, « Droit de la preuve », *LexisNexis* 2e éd., 2017, n° 82, p. 54.

⁷⁵⁵ C. BEUDANT, R. BEUDANT et P. LEREBOURS- PIGEONNIERE, par G. LAGARDE et R. PERROT, « Cours de droit civil français », t. IX, « Les contrats et les obligations », *Rousseau & Cie* 2e éd., 1953, n°1291, p. 378.

⁷⁵⁶ F. STASIAK, « L'utilisation d'une information privilégiée par un initié primaire », note ss. CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *RSC* 2010. 156.

⁷⁵⁷ AMF, comm. sanct., 27 nov. 2009, SAN 2009-33. V. aussi C. MASCALA, obs. ss. CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *D.* 2010. 1663 :« la notion « d'utilisation d'une information privilégiée » est délicate à cerner, cette question avait d'ailleurs été soulevée par l'Autorité des marchés financiers en France à l'occasion de l'affaire *EADS* ».

⁷⁵⁸ Article 7 du Règlement MAR et article L465-1 C du CMF renvoyant à ce même article. La définition est commune entre les manquements et les délits depuis le Règlement MAR.

sein de la jurisprudence antérieure au Règlement MAR⁷⁵⁹. Or, la possibilité pour le mis en cause de contester le caractère privilégié de l'information en cause pour éviter le déclenchement des présomptions est très importante, d'autant plus que les critères de l'information privilégiée doivent être appréciés objectivement. En effet, « *le caractère privilégié d'une information au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui la reçoit et l'utilise mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de son seul contenu* »⁷⁶⁰.

Dans l'affaire EADS, la Commission des sanctions a eu l'occasion de mettre hors de cause l'ensemble des personnes qui étaient poursuivies pour manquement d'initié en retenant que ces dernières ne disposaient pas, à la date des opérations en cause, une information privilégiée. Elle a en effet considéré que « *faute du caractère précis de l'information exigée par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, la différence de perception par le marché, d'une part, et l'émetteur, d'autre part, des perspectives de résultats opérationnels de celui-ci sur plusieurs années, prévues dans un plan d'affaire, ne constitue pas une information privilégiée* ». Il en est de même pour l'information relative à « *l'augmentation significative des coûts de développement du programme A350 dès lors qu'il n'était pas établi, à l'époque des faits que ces coûts seraient amenés à augmenter d'une manière telle que la rentabilité du programme en question en serait affectée* »⁷⁶¹ tout comme les difficultés de retard liées. La livraison de l'appareil en cause n'apparaissait pas de « *nature substantiellement différente de celles usuellement rencontrées en matière aéronautique et susceptible d'être surmontées par la mise en oeuvre de mesures d'amélioration du processus de production* »⁷⁶². Ainsi, l'AMF ne réussit pas toujours à rapporter la preuve nécessaire au déclenchement des futures présomptions de droit. Le caractère privilégié d'une information de type industriel et dans un secteur spécifique semble d'autant plus difficile à caractériser que pour une information financière, l'AMF dispose de plus de connaissances et d'habitude pour son appréciation⁷⁶³. En effet, le caractère précis de ces dernières, subissant par ailleurs bien souvent la présomption d'influence sensible du cours⁷⁶⁴, se relève bien plus facilement comme en témoignent de nombreuses affaires⁷⁶⁵. Elle est appréciée de façon relativement large au regard de certaines opérations, telles qu'une OPA : « *En ce qui concerne une OPA, la notion de précision implique l'existence d'un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des*

⁷⁵⁹ « Tout renseignement revêtant un caractère précis, particulier et certain » (CA Paris, 30 mars 1977) et « précises, confidentielles, de nature à influencer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées » et « objectivement privilégiée » (V. notamment Cass, crim, 26 juin 1995, n°93-81.646 ; Cass, crim, 14 juin 2006, n°05-82.453).

⁷⁶⁰ AMF, comm. sanct., 22 juil. 2014, SAN-2014-16 ; AMF, comm. sanct., 23 juillet 2015, SAN-2015-15.

⁷⁶¹ N. ROTONCHEVSKY, « Panorama et synthèse de la jurisprudence récente relative aux infractions d'initié », *RTD com.* 2010, p. 395.

⁷⁶² AMF, comm. sanct., 27 nov. 2009, SAN 2009-33.

⁷⁶³ N. ROTONCHEVSKY, « Panorama et synthèse de la jurisprudence récente relative aux infractions d'initié », *RTD com.* 2010, p. 395.

⁷⁶⁴ V. Partie 1, chapitre 1, section 2, sous-section 1, §1, A.

⁷⁶⁵ V. ainsi notamment : CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 2 févr. 2010, n° 2009/02623, : concernant le caractère erroné d'un communiqué relatif au montant des réserves ; CA Paris, 23 févr. 2010, *Sté Vinci*, n°09/08268 (au regard du chiffre d'affaires d'une société) : « s'il est vrai que, comme le relève la Commission des sanctions de l'AMF, le résultat est, pour fonder une décision d'investissement, un indicateur *a priori* plus pertinent que le chiffre d'affaires et que celui-ci doit être manié avec précaution, en relation avec d'autres événements et en tenant compte, par surcroît, des particularités de chaque secteur, il n'en demeure pas moins que la donnée objective et précise qu'il constitue ne peut pour autant, comme le soutient la société, être écartée par principe comme non significative » (V. dans le même sens : CA Paris, 1^{ère} ch., sect. COB, 23 janv. 1996) ; Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-65.827 relatif au déclenchement d'une procédure d'alerte).

chances raisonnables d'aboutir, peu importe l'existence d'aléas inhérents à toute opération de cette nature quant à la réalisation effective de ce projet et sans que soit nécessairement arrêté un prix »⁷⁶⁶. Néanmoins, « *si la jurisprudence retient une conception assez large de l'information privilégiée, l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 5 janvier 2010 (affaire EADS) confirme en creux que celle-ci exige de l'autorité de marché qu'elle établisse sans aucune équivoque la communication et la détention de l'information privilégiée* »⁷⁶⁷. Ainsi, bien que la preuve des éléments déclencheurs des présomptions de droit soit souvent aisée à rapporter pour les autorités de poursuite voire, elle-même, présumée, il peut tout de même rester une faible mais existante marge de manœuvre pour le mis en cause au regard du caractère privilégié de l'information, tel que le montre la jurisprudence en la matière. La publication de l'AMF relative aux principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2019⁷⁶⁸ en donne une belle illustration : le mis en cause peut en effet jouer à égal égard sur la preuve du caractère précis, sensible ou confidentiel de l'information.

B. Les présomptions de comportement légitime

La possibilité d'évincer les présomptions en empêchant l'établissement de l'un de ses éléments déclencheurs se retrouve particulièrement au travers des comportements légitimes qui ont été édictés suite au Règlement MAR et auquel renvoie également les textes pénaux. Ces comportements légitimes permettent non pas de renverser les présomptions applicables, mais de caractériser leur « *non-application* »⁷⁶⁹. Il s'agit ainsi, d'une autre manière pour le mis en cause, de combattre les présomptions édictées au sein des abus de marché. Pour cela, il convient de distinguer les hypothèses applicables aux infractions d'initiés (1) de celles applicables aux diffusions d'informations, que celles-ci soient fausses ou privilégiées (2).

1. Les comportements légitimes reconnus au sein des infractions d'initié

Les comportements légitimes instaurés au sein du manquement d'initié par l'article 9 du Règlement MAR et auquel renvoie, pour le délit, l'article L465-1 I B du CMF, sont au nombre de cinq et instaurent chacun une présomption simple de légitimité du comportement de la personne suspectée⁷⁷⁰. En effet, de telles pratiques sont exclues de la qualification d'opération d'initié⁷⁷¹, permettant ainsi à la personne suspectée d'éviter l'application de l'ensemble des présomptions reconnues au sein du manquement et du délit d'initié. Ces comportements légitimes rappellent ici le but européen de la répression des abus de marché qui n'entend pas prohiber des comportements et des opérations au-delà de ce qui est nécessaire et approprié, pour permettre la réalisation effective des textes⁷⁷². Une telle conception et l'instauration d'une telle présomption de comportements légitimes viennent ainsi

⁷⁶⁶ CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 5 janv. 2010, n° 2009/06017 : « la connaissance des grandes chances de dépôt imminent d'un projet d'offre publique peut constituer une information précise, revêtant un caractère privilégié » ; AMF, comm. sanct., 5 juin 2009, SAN-2009-26.

⁷⁶⁷ N. ROTONCHEVSKY, « Panorama et synthèse de la jurisprudence récente relative aux infractions d'initié », *RTD com.* 2010, p. 395.

⁷⁶⁸ AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 152 à 188.

⁷⁶⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 617. V. dans le même sens : S. TORCK, note ss. Cass. com., 8 févr. 2011, n°10-10/965, *BJS* juill. 2011, n° 7, p. 591 : « il ne s'agit pas ici de se placer au stade du renversement de la présomption mais, en amont, à celui de son déclenchement. (...) L'on prendra garde, ce faisant, à ne pas confondre le renversement de la présomption et la non-application de celle-ci ».

⁷⁷⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 617 et s ; F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 959.

⁷⁷¹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 958.

⁷⁷² Considérant 29 du Règlement MAR.

conforter un respect effectif de la présomption d'innocence de l'individu et assurer une conciliation adaptée entre une répression efficace des abus de marché et une protection nécessaire de la présomption d'innocence de l'individu et de ses droits fondamentaux. Sans en faire une liste hétéroclite, il convient néanmoins de mentionner ces cinq comportements, dont la variété permet d'appréhender une diversité de situations où le comportement de l'individu sera présumé être innocent au regard du marché.

En premier lieu, il existe la présomption simple de légitimité du comportement diligent de la personne morale. Tout manquement commis pour le compte de la personne morale par une personne physique, ne lui sera pas imputable si celle-ci a pris toutes les mesures raisonnables et appropriées pour éviter que la personne concernée n'entre en possession de l'information privilégiée et qu'elle n'ait pas été influencé d'une quelconque manière par un initié. On ne peut que saluer cette présomption qui permet notamment d'évincer les présomptions d'imputabilité édictées entre dirigeant et émetteur et assurer ainsi une distinction plus marquée dans la répression de ces deux personnes. Par cette séparation, la présomption d'innocence s'en trouve renforcée dans la mesure où l'émetteur n'est pas associé *ipso facto* aux agissements causés par ses dirigeants ou préposé et témoigne ainsi qu'il appartiendra à l'autorité poursuivante de démontrer la preuve inverse.

En second lieu, est également présumée légitime l'activité des professionnels des marchés. Ce comportement figurait déjà au sein de la directive 2003/6/CE dans son considérant 18. Cela vise les teneurs de marché, les organismes habilités à agir en qualité de contrepartie et les personnes habilitées à exécuter des ordres pour compte de tiers qui seraient en possession d'une information privilégiée, et qui se limitent à effectuer des opérations de marché d'une façon légitime et conforme aux règles qui leur sont applicables⁷⁷³. Cette présomption résulte de la nécessité d'assurer la continuité de comportements et d'actions qui sont importants pour le marché, son bon fonctionnement et son évolution. Elle justifie ainsi que certains professionnels bénéficient d'une protection renforcée quant à leur supposée innocence, ce qui permet de renforcer le respect effectif de la présomption d'innocence de ces derniers.

En troisième lieu, bénéficie également de la présomption de comportement légitime, celui qui effectue des opérations afin d'assurer l'exécution d'une obligation antérieure qui est devenue exigible. Cette dernière figurait, elle aussi, déjà au sein de l'article 2.3 de la directive 2003/6/CE. Cela vise donc notamment les obligations qui résultent d'un ordre passé ou d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée ou les transactions effectuées pour satisfaire à une obligation légale ou réglementaire née avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée. Cette opération doit néanmoins être effectuée « *en toute bonne foi et non dans le but de contourner l'interdiction d'opération d'initié* »⁷⁷⁴, ce qui semble de bon sens. Cette présomption vient aussi permettre la continuité de la vie économique sur le marché et surtout, le respect par les personnes concernées de leur obligation contractuelle, sans qu'un tel respect ne vienne entraîner systématiquement l'application de diverses présomptions de culpabilité relatives à l'infraction d'initié. Cette présomption va ainsi également dans le sens d'un respect plus concret de la présomption d'innocence des acteurs du marché.

⁷⁷³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 959.

⁷⁷⁴ Article 9.3b) du Règlement MAR.

En quatrième lieu, fait également partie des présomptions de comportement légitime le fait, pour un individu, d'avoir accès à une information privilégiée concernant une autre société et de l'utiliser dans le cadre d'une offre publique d'acquisition visant à prendre le contrôle de la société cible ou de proposer une fusion avec celle-ci. Cette présomption figurait elle aussi déjà au sein du vingt-neuvième considérant de la directive 2003/6/CE. Cette présomption ne vaut toutefois pas en cas de situation de ramassage de bourse car il ne s'agit pas d'une procédure organisée aux fins de protéger les intérêts des actionnaires de la cible⁷⁷⁵ et surtout, n'est légitime que si, au moment de l'approbation de l'offre ou de la fusion par les actionnaires de la société, toutes les informations privilégiées ont été rendues publiques ou ont cessé d'une autre manière d'être privilégiées. Il s'agit en effet de s'assurer de l'égalité entre les investisseurs sur le marché et que celle-ci soit bien rétablie en temps voulu. Cette présomption simple de légitimité est particulièrement importante pour le respect concret de la présomption d'innocence et afin de concilier celle-ci avec une répression efficace des abus de marché. En effet, l'utilisation d'une telle information devrait, en principe, déclencher l'application des présomptions de culpabilité d'utilisation et d'illégitimité de cette utilisation. Or, cela n'est pas le cas et il appartient bien dans cette situation à l'autorité de poursuite de rapporter la preuve d'un comportement et d'une utilisation illégitime de l'information privilégiée, ce qu'exige en effet concrètement le respect de la présomption d'innocence.

Enfin, est également considéré comme un comportement légitime, l'utilisation d'une information privilégiée dont l'initié lui-même est la source, c'est-à-dire la possibilité d'agir sur ses propres plans et stratégies de négociations. Cela concerne les hypothèses dans lesquelles la décision d'une personne d'acquérir ou de céder des titres constitue en elle-même une information privilégiée⁷⁷⁶. Cette présomption est également bienvenue afin de respecter la présomption d'innocence de la personne concernée et surtout, permettre l'exécution de toute opération qui serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre en question. Cela évite ainsi de paralyser la vie économique et les opérations sur le marché et permet de concilier présomption d'innocence et effectivité de la répression des abus de marché dans la mesure où il est question, là, de s'assurer l'attractivité du marché et son bon fonctionnement.

Ainsi, au regard de l'ensemble de ces comportements, il appartiendra à l'autorité de poursuite de renverser cette présomption simple de légitimité afin de pouvoir retenir que l'infraction a été commise, elle ne pourra s'appuyer, pour cela sur une quelconque des présomptions de culpabilité édictées, ce qui permettra ainsi un respect renforcé de la présomption d'innocence des individus concernés. Toutefois, cette conciliation nécessaire se retrouve également en cas de diffusion d'informations qui a une incidence sur le marché.

2. Les comportements légitimes reconnus au sein des infractions de divulgation d'informations financières

Ces infractions visent à la fois l'infraction de divulgation illicite d'information privilégiée et celle relative à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. En effet, afin de concilier au sein de ces dernières, le bon fonctionnement du marché **(b)** et le respect des droits fondamentaux des individus **(a)** avec la nécessité d'assurer une répression effective des abus de marché des présomptions de légitimité ont été édictés au regard de certains professionnels.

⁷⁷⁵ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 961.

⁷⁷⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 625.

a) La liberté d'expression, la protection renforcée de la présomption d'innocence des journalistes

L'activité journalistique fait en effet l'objet d'une présomption de légitimité dès lors que certaines conditions sont remplies (article 21 du Règlement MAR). Si les délits de divulgation illicite d'information privilégiée et de divulgation d'informations fausses ou trompeuses ne renvoient pas au comportement légitime édicté à l'article 21 du Règlement MAR, il nous semble néanmoins que cette présomption s'applique de façon similaire devant les juges pénaux. En effet, il s'agit ici de respecter et protéger des droits fondamentaux dont dispose l'individu, à savoir la liberté de la presse et la liberté d'expression. Une application différenciée entre l'AMF et le PNF sur ce point porterait une atteinte trop conséquente à ces droits pour la personne concernée.

Les journalistes et, pour certains auteurs, toute autre personne, dont la communication qu'elles effectuent poursuit un objectif d'information du public tels que les organes et agence de presse, éditeurs de radio et télévision voire les blogueurs⁷⁷⁷, peuvent bénéficier d'une présomption d'innocence renforcée à leur égard au sein des abus de marché. Cette protection renforcée s'applique en effet en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou bien privilégiée et s'explique par la nécessité de protéger la liberté de la presse. Celle-ci est en effet consacrée par plusieurs textes internationaux dont l'article 11 de la CDUE, l'article 19 du PIDCP, de la DUDH, ainsi que l'article 10 de la CESDH et les textes nationaux, à savoir l'article 19 de la DDHC. Cette liberté de la presse et partant, la liberté d'expression qu'elle implique est en effet considérée comme un droit fondamental dont le respect nécessite de concilier le libre exercice de celui-ci avec la répression des abus de marché. Comme ont pu le relever le Conseil constitutionnel et la CEDH, la liberté d'expression est en effet une « *liberté fondamentale d'autant plus précieuse que son exercice est l'une des garanties essentielles des autres Droits et libertés et de la souveraineté nationale* »⁷⁷⁸ et est « *un des fondements essentiels d'une société démocratique, l'une des conditions primordiales de son progrès et de l'épanouissement de chacun* »⁷⁷⁹. La presse constitue pour la CEDH, le rôle d'un véritable « *chien de garde* » dans une société démocratique, rattachée à la fonction journalistique⁷⁸⁰. Elle rappelle également que dès lors que la liberté de la presse est en jeu, les autorités ne disposent que d'une marge d'appréciation restreinte pour retenir une exception à l'application de celle-ci notamment au regard d'un besoin social ou économique impérieux⁷⁸¹.

En conséquence, l'un des moyens utilisés pour permettre la conciliation entre les deux objectifs de protection des droits fondamentaux des individus et de répression effective des abus de marché afin d'assurer le bon fonctionnement de celui-ci, a été l'utilisation et le renforcement de la présomption d'innocence à l'égard de ces professionnels. S'applique en effet, sous réserve de certaines conditions, une présomption simple de légitimité de leur comportement à leur égard. Cette aspiration ressort du considérant 77 du Règlement MAR qui retient que « *le présent règlement devrait être interprété et*

⁷⁷⁷ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 366. L'article 21 du Règlement MAR mentionne la diffusion d'informations à des « fins journalistiques ou aux fins d'autres formes d'expression dans les médias ».

⁷⁷⁸ Cons. const., 11 oct. 1984, n°84-181 DC.

⁷⁷⁹ CEDH, 7 déc. 1976, *Handyside c. RU*, n°5493/72.

⁷⁸⁰ CEDH, Guide sur l'article 10 - liberté d'expression, mise à jour au 31 août 2022, p. 57. Disponible en ligne sur : https://www.echr.coe.int/Documents/Guide_Art_10_FRA.pdf.

⁷⁸¹ CEDH, 10 déc. 2017, *Stoll c. Suisse*, n°69698/01, §102.

appliqué conformément (aux) droits (fondamentaux) et principes (issus de la CDUE). En particulier, lorsque le présent règlement fait référence à des règles régissant la liberté de la presse et la liberté d'expression dans d'autres médias, ainsi qu'aux règles ou codes régissant la profession de journaliste ». Toutefois, pour que ces journalistes bénéficient de cette présomption d'innocence renforcée, que ce soit au regard de l'infraction de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de divulgation d'information privilégiée, ces derniers doivent remplir deux conditions. En effet, la divulgation doit s'inscrire dans le cadre normal de la profession du journaliste. Le cadre de la profession a été interprété de façon large par la jurisprudence de la Commission des sanctions, laquelle a précisé que l'activité est journalistique dès lors que l'information est divulguée « *aux fins d'information du public* »⁷⁸². En ce qui concerne la caractérisation du « *cadre normal* » de l'exercice de cette profession, les journalistes bénéficient de moins de rigueur de la part des autorités répressives à cet égard. En effet, en principe le cadre normal de l'exercice de la profession est retenu dès lors qu'il existe un lien étroit entre l'information communiquée et l'activité et que la communication est strictement nécessaire à celle-ci⁷⁸³.

Mais de telles conditions porteraient une atteinte disproportionnée à la liberté d'expression, ce qui justifie alors que ces derniers bénéficient d'un régime différent. En effet, l'article 21 du Règlement MAR retient que cet exercice normal de l'activité est apprécié en tenant compte des « *règles régissant la liberté de la presse et la liberté d'expression dans les autres médias et les règles ou codes régissant la profession journalistique* » et que cette dernière ne doit pas avoir permis aux personnes concernées de tirer directement ou indirectement un avantage ou des bénéfices de la divulgation des informations en question, ou bien que celle-ci ait eu lieu dans l'intention d'induire le marché en erreur quant à l'offre, la demande ou au cours d'instruments financiers. Les règles régissant l'activité journalistique, c'est-à-dire les obligations professionnelles que ces derniers doivent respecter afin de bénéficier de la présomption de légitimité, ne font l'objet d'aucune identification légale ou réglementaire⁷⁸⁴. Cela pourrait dès lors porter atteinte au respect effectif de leur présomption d'innocence puisque cela viendrait créer une insécurité juridique quant à l'application ou non de la présomption simple de légitimité. Un mis en cause a par ailleurs soulevé ce point devant la Commission des sanctions de l'AMF afin que celle-ci pose une question préjudicielle à la CJUE pour se prononcer sur ce point. La Commission des sanctions a considéré qu'il n'y avait pas lieu de transmettre la question mais a néanmoins apporté des précisions sur ce qu'il fallait entendre par ces règles⁷⁸⁵. Elle a jugé que « *la liberté des journalistes de recevoir ou de communiquer des informations ou des idées bénéficie d'une protection très étendue mais comporte également des devoirs et des responsabilités : tout d'abord, l'obligation de s'assurer de l'authenticité des informations destinées à être publiées* » et que « *le droit des organes de presse de communiquer des informations au public est protégé à condition qu'ils agissent de bonne foi, sur la base de faits exacts, et fournissent des informations fiables et précises* ».

⁷⁸² AMF, comm. sanct., 11 déc. 2019, SAN-2019-17 ; AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13 ; CJUE, 16 déc. 2008, aff. C-73-07.

⁷⁸³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 970.

⁷⁸⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 367.

⁷⁸⁵ AMF, comm. sanct., 11 déc. 2019, SAN-2019-17. La Commission des sanctions a fondé son raisonnement sur l'interprétation de la CEDH de l'article 10 de la CESDH selon laquelle les journalistes bénéficient de la protection de cet article s'ils « fournissent des informations fiables et précises dans le respect de l'éthique » (CEDH, 28 juin 2012, *Martin c. France*, n°30002/08) et juge que la garantie que l'article 10 offerte aux journalistes est subordonnée à la condition que les intéressés agissent de « bonne foi de manière à fournir des informations exactes et dignes de crédit dans le respect de la déontologie journalistique » (CEDH, 25 juin 2002, *Colombani et Le Monde c. France* n° 51279/99 ; CEDH, 21 janvier 1999, *Pressoz et Roire c. France*, n° 29183/95).

dans le respect de la déontologie journalistique, au titre de laquelle s'impose, au premier chef, la vérification de l'authenticité des informations préalablement à leur publication ».

Ainsi, le journaliste doit remplir deux conditions afin de bénéficier de cette présomption de légitimité et, par suite d'un respect renforcé de sa présomption d'innocence : il doit être de bonne foi, ne pas tirer un avantage de la divulgation ou que celle-ci soit faite dans l'intention de tromper le marché et délivrer cette information dans le cadre de son activité journalistique, en respectant le code de déontologie applicable et, notamment, le respect de la vérification des informations diffusées. Une telle présomption de légitimité permet ainsi de concilier efficacement respect de la liberté de la presse et d'expression, et présomption d'innocence du mis en cause. Mais la répression des abus de marché reste effective dans la mesure où le journaliste peut être poursuivi comme n'importe quel justiciable, lorsqu'il agit en tant que simple investisseur sur le marché. En effet, lorsque le journaliste cherche à manipuler le cours ou à tirer un avantage de la divulgation d'une information privilégiée ou d'une fausse information, ou bien ne fait pas preuve de rigueur, de prudence et n'effectue pas les vérifications suffisantes dans le traitement de l'information, il pourra être poursuivi⁷⁸⁶. Un auteur relève même que cette conciliation est à la fois nécessaire mais aussi « indispensable au bon fonctionnement de l'économie de marché » puisqu'il est nécessaire, pour le marché, que l'information soit diffusée de manière large et rapide⁷⁸⁷. Plusieurs décisions et arrêts récents rappellent et caractérisent cette présomption de légitimité⁷⁸⁸, qui s'applique, par ailleurs, à d'autres professionnels.

b) L'efficacité du marché, la protection renforcée de la présomption d'innocence pour les professionnels du marché

En effet, certains professionnels bénéficient également d'une présomption simple de légitimité de leur comportement, non pas cette fois pour assurer la protection d'un droit fondamental mais pour assurer l'efficacité et le bon fonctionnement du marché. Il ne faut pas que la répression des abus de marché amène à l'effet inverse de celui recherché, à savoir l'attractivité du marché et son fonctionnement intègre et efficace.

Il convient pour cela de distinguer la situation de la divulgation d'une information privilégiée et celle de diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Au regard de la première infraction, a en effet été édictée une présomption de comportement légitime à l'égard de ceux qui pratiquent des sondages de marché. Cette procédure est définie à l'article 11.1 à 8 du Règlement MAR auquel renvoie par ailleurs le délit de divulgation illicite d'information privilégiée en son article L465-3 du CMF. Cette présomption de légitimité existait par ailleurs avant le Règlement MAR qui s'en est inspiré et les professionnels concernés pouvaient en bénéficier s'ils respectaient les conditions posées dans une norme professionnelle de l'AMAFI, approuvée par l'AMF⁷⁸⁹. Il s'agit de procédures développées par la pratique afin de faciliter les opérations de

⁷⁸⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 367.

⁷⁸⁷ N. ROTONCHEVSKY, « Liberté d'expression et délits boursiers », BJB mai 2001, n°JBB-2001-042, p. 211.

⁷⁸⁸ V. notamment CA Paris, p. 5, ch. 7, 9 juill. 2020, n°18/28497 posant une question préjudicielle à la CJUE relatif à la publication prochaine d'un article de presse relayant une rumeur de marché concernant un émetteur d'instrument financier ; AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13.

⁷⁸⁹ AMAFI, Norme professionnelle relative aux sondages de marché et aux tests investisseur, AMAFI/14-11a, 4 mars 2014. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/regles_professionnelles_approuvees/Norme%20professionnelle%2

placement sur les marchés primaire ou secondaire. Il s'agit, pour les prestataires de services d'investissement intervenant pour réaliser de telles opérations, à contacter un nombre restreint d'investisseurs afin « d'estimer leur appétence pour les titres concernés au regard de paramètres envisagés, notamment en termes de prix, de volume émis ou de maturité »⁷⁹⁰ afin d'ajuster ces différents paramètres et garantir le succès de l'opération⁷⁹¹. Or ces prestataires sont souvent amenés à transmettre aux investisseurs qu'ils interrogent, des informations privilégiées. Si cela peut entrer dans l'exercice normal de leur fonction et être en dehors du champ de répression de l'infraction, il a néanmoins été choisi d'encadrer cette pratique tout en permettant à ceux qui l'exercent de bénéficier d'une présomption d'innocence renforcée au regard de leur comportement dès lors que certaines conditions sont remplies. Pour cela, le professionnel doit effectuer un sondage en respectant la procédure définie à l'article 11 du Règlement MAT qui est détaillée par ailleurs dans un Règlement délégué 2016/90 afin de sécuriser le transfert d'information. Il faut notamment que la personne interrogée soit précisément informée des conséquences qui sont attachées à la réception d'informations privilégiées et qu'elles les acceptent⁷⁹².

Ainsi, dès que les professionnels concernés respectent les conditions et la procédure précises posée par l'article 11 du Règlement MAR, ils sont présumés avoir agi légitimement et cette présomption de légitimité ne pourra être renversée par l'application d'une présomption de culpabilité. Ce n'est que dans le cas contraire d'un non-respect de cette procédure que ces professionnels redeviennent, en quelque sorte, des justiciables comme des autres, témoignant ainsi d'un renforcement du principe de présomption d'innocence et de son efficacité à leur égard.

En second lieu, en ce qui concerne le manquement et délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, il importe de prendre en considération la responsabilité des commissaires aux comptes qui font, eux aussi, l'objet d'une adaptation quant au régime qui leur est applicable. En effet, la mission essentielle des commissaires aux comptes est de venir certifier les comptes des émetteurs ainsi que les notes d'informations publiées à l'occasion de différentes opérations financières que l'émetteur réalise. Or ils courent le risque de qualification à leur égard d'infraction de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de participation à celle-ci, dans la mesure où ils peuvent être amenés à certifier des indications inexactes ou trompeuses figurant dans les comptes⁷⁹³. Néanmoins, la jurisprudence a évolué à cet égard⁷⁹⁴. Sur ce point, on distingue dorénavant l'information qui est délivrée par l'émetteur, à savoir, les comptes et celles délivrées par le commissaire aux comptes, à savoir l'opinion de ce dernier⁷⁹⁵. Seule l'opinion fautive ou trompeuse sera susceptible de caractériser l'infraction à l'égard des commissaires aux comptes et l'autorité de poursuite doit rapporter la preuve que ces derniers savaient ou aurait dû savoir que les comptes étaient irréguliers, insincères ou infidèles, supposant ainsi que soit démontrée l'insuffisance des diligences effectuées au regard des normes

[Orrelative%20aux%20sondages%20de%20marche%20et%20aux%20tests%20investisseur%20en%20vigueur%20jusqu%27au%202%20juillet%202016.pdf](#)

⁷⁹⁰ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 968.

⁷⁹¹ AMAFI, Norme professionnelle relative aux sondages de marché et aux tests investisseur, AMAFI/14-11a, 4 mars 2014.

⁷⁹² F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 969.

⁷⁹³ L'AMF a pu le retenir dans certaines décisions : AMF, comm. sanct., 5 juill. 2007, SAN-2007-20 ; AMF, comm. sanct., 10 déc. 2009, SAN-2010-06.

⁷⁹⁴ AMF, comm. sanct., 29 juin 2012, SAN-2012-08 ; CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 30 juill. 2014, n° 2012/16612, infirmant AMF, comm. sanct., 19 juill. 2012, SAN-2012-11.

⁷⁹⁵ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1032.

d'exercice professionnel qui leur sont applicables⁷⁹⁶. Le commissaire aux comptes qui aurait accompli les diligences réglementaires et légales attendues de ce dernier et requises serait donc protégé quant à l'établissement d'une infraction de diffusion d'informations fausses ou trompeuses à son égard⁷⁹⁷. La Commission des sanctions a également pu préciser que l'opinion d'un commissaire aux comptes au regard de comptes annuels atteste simplement que les comptes pris dans leur ensemble « *sont réguliers et sincères et donnent une marge fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine* »⁷⁹⁸. La certification ne constitue une information fausse ou trompeuse que s'il est établi que les comptes eux-mêmes sont irréguliers, insincères ou infidèles⁷⁹⁹.

Ainsi, une telle infraction ne serait être retenue à leur encontre en toutes circonstances et le commissaire aux comptes pourra user en défense, des arguments liés aux initiatives qu'il a entrepris afin de révéler les points litigieux des comptes et attirer l'attention du public sur ces points, u encore invoquer des réserves ou observations présentées lors de la certification ou bien de façon générale, démontrer les recherches, études ou auditions complémentaires auxquelles ils ont procédé⁸⁰⁰. Si cela n'instaure pas à proprement parler de présomption de légitimité de leur comportement, il n'empêche que ces règles témoignent d'une volonté d'adapter le bon fonctionnement du marché et des différentes activités économiques à la répression des abus de marché, ce qui passe donc entre autres par certains aménagements dans l'établissement de l'infraction ; cela renforce ainsi la présomption d'innocence de la personne concernée dès lors qu'elle respecte les conditions posées.

Toutefois, il est possible de constater qu'une grande partie des présomptions simples de comportement légitime édictées ne s'applique qu'à une catégorie restreinte de professionnels, notamment en cas de divulgation ou de diffusion d'informations financières. Or, si cette protection renforcée de la présomption d'innocence à leur égard est bienvenue, une application et un respect effectif de celle-ci ne saurait se limiter à ces derniers, si l'on souhaite aboutir à une conciliation pour le moins équilibrée entre l'objectif de répression effective des abus de marché et la protection du droit fondamental qu'est la présomption d'innocence du mis en cause. Il convient donc de s'interroger sur les possibilités dont dispose le mis en cause pour renverser les présomptions de culpabilité édictées au sien des abus de marché.

§4. Renverser les présomptions de culpabilité : un apport incomplet

S'il est théoriquement possible de renverser l'ensemble des présomptions qui ont été édictées puisqu'elles ne peuvent être que des présomptions simples afin d'être conformes à la présomption d'innocence, il n'en est pas de même en pratique où de nombreuses présomptions sont en réalité irréfragables. Néanmoins, ces tendances diffèrent selon que la personne est mise en cause devant l'AMF **(A)** ou le juge pénal **(B)**.

⁷⁹⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 370. V. notamment : AMF, comm. sanct., 31 mars 2011, SAN-2011-07 ; AMF comm. sanct., 28 février 2008, SAN 2008-12.

⁷⁹⁷ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 370.

⁷⁹⁸ Article L. 823-9 du Code de commerce.

⁷⁹⁹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1033. V. notamment : AMF comm. sanct., 27 oct. 2014, SAN-2014-20.

⁸⁰⁰ AMF, com. sanct., 23 févr. 2006, SAN-2006-17 ; AMF, comm. sanct., 5 juill. 2007, SAN-207-20 ; AMF comm. sanct., 28 février 2008, SAN 2008-12.

A. L'absence concrète de renversement des présomptions devant l'AMF

Il convient de rappeler qu'un nombre conséquent de présomptions s'applique aux manquements d'initiés dans leur généralité tel que la présomption d'influence sensible sur le cours d'une information, de détention d'une information privilégiée, d'utilisation, de l'illégitimité de cette utilisation, ainsi que de conscience du caractère privilégié de cette information. De même, au regard des manipulations de cours, une présomption ponctuelle relative à l'identité de l'auteur ainsi qu'un doute sur l'existence d'une présomption d'intention manipulatoire ont pu être relevés. Il ne conviendra pas de s'attarder sur ces dernières que nous renvoyons aux développements sus-présentés⁸⁰¹. Enfin, en ce qui concerne la diffusion de fausse information, il existe devant l'AMF une présomption de l'effet de la diffusion sur le fonctionnement du marché ainsi qu'une présomption de connaissance du caractère fallacieux de l'information pour l'émetteur.

En principe donc, chacune de ces présomptions peut être renversée par l'apport d'une preuve contraire par le mis en cause, tant au regard des manquements d'initiés **(1)** que du manquement de diffusion de fausse information **(2)**, afin de rétablir l'effectivité de sa présomption d'innocence. Toutefois, cette voie ne semble pas être offerte en pratique par l'AMF au mis en cause.

1. Les manquements d'initié

Tout d'abord, en ce qui concerne la présomption d'influence sensible sur le cours, il est possible de d'imaginer plusieurs preuves contraires que le mis en cause pourrait rapporter afin de renverser la présomption. En effet, l'influence sensible repose en principe sur le test de l'investisseur raisonnable, c'est-à-dire que selon la définition européenne de l'information privilégiée, son caractère sensible sur le cours s'apprécie *in concreto* en tenant compte à la fois des attentes du marché et de la situation globale de l'émetteur et du titre concerné⁸⁰². Comme le relèvent précisément certains auteurs, « *cette exigence permet (...) de marquer le départ entre les informations qui emportent devoir d'abstention et les autres (...). A défaut, toute personne détentrice d'une information confidentielle concernant un émetteur se verrait interdire toute information sur les titres concernés* » et notamment « *les dirigeants, salariés et intervenants externes de la société* »⁸⁰³, car ils disposent en permanence d'informations qui n'ont pas été rendues publiques.

Ainsi, cette présomption pourrait en principe être renversée dès lors qu'un investisseur raisonnable ne serait pas susceptible de la prendre en compte pour fonder une de ses décisions d'investissements. Il conviendrait de vérifier, par exemple, la précision et le contenu de l'information, le contexte économique et financier dans lequel elle s'inscrit, les attentes du marché, l'état de celui-ci, ou encore comparer cette dernière avec d'autres événements similaires pour relever s'ils avaient eu ou non un impact sur le cours⁸⁰⁴. Il s'agirait ainsi de s'assurer que la situation était déjà largement admise par le marché. En effet, une annonce nouvelle qui correspondrait aux attentes du marché et à celles des investisseurs et qui ne comporterait pas de donnée supplémentaire n'impacterait pas, en soit, le cours

⁸⁰¹ V. Partie 1, chapitre 1, section 2, sous-section 1, §2, A, 1 et 2.

⁸⁰² D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 125.

⁸⁰³ *Ibid.*, p. 125.

⁸⁰⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 687 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.* p. 126. V. par exemple en ce sens : AMF, comm. sanct., 2 juin 2015, SAN-2015-11.

de ce dernier⁸⁰⁵. Or, il est important pour le mis en cause de justifier qu'une information privilégiée n'est pas caractérisée car le manquement d'initié qui en résulte ne pourra pas être caractérisé de ce fait.

Néanmoins, comme pour la méthode du faisceau d'indices, si une telle présomption peut être renversée en théorie⁸⁰⁶, il s'agit en réalité d'une présomption irréfragable en pratique qui est instaurée par l'autorité répressive. En effet, la pratique décisionnelle de l'AMF montre que dès que l'information en cause rentre dans le champ de la présomption d'influence sensible qui a été créée, celle-ci ne peut plus être renversée. Elle n'accepte pas la preuve contraire et elle se limite à la présomption édictée, notamment au regard des projets d'offre public⁸⁰⁷ ou de l'état de cessation de paiements d'un émetteur⁸⁰⁸. Il importe peu à l'AMF que cette information ait pu en réalité être anticipée par des investisseurs raisonnables.

L'AMF a néanmoins pu donner l'impression un temps de revenir à une appréciation *in concreto* de la sensibilité de l'information et de son effet sur le comportement des investisseurs. En effet, l'information était relative à une baisse du chiffre d'affaires dont la sensibilité sur le cours est en principe présumée⁸⁰⁹. Or, malgré cela elle s'est livrée à un véritable examen *in concreto* et a vérifié si l'information en cause présentait des éléments supplémentaires « *aux données déjà prises en compte par le marché* »⁸¹⁰ et si elle ne présentait pas dans les faits d'intérêt substantiel pour les investisseurs⁸¹¹. Cette démarche a pu être suivie par d'autres⁸¹², mais les décisions récentes de l'AMF témoignent un retour à son ancienne pratique qui confère de nouveau un caractère irréfragable aux présomptions d'influence sensible sur le cours⁸¹³. Des auteurs relèvent au regard de ces informations que « *puisque la nature même de (celles-ci) détermine leur impact sur le cours, il serait vain de vouloir apporter la preuve contraire* »⁸¹⁴. Et en effet, si le Règlement MAR mentionne lui aussi une « *présomption de sensibilité* » en son considérant 15, cela ne correspond pas à une présomption *in abstracto* « *qui aboutirait à ce que certaines situations soient (systématiquement) présumées comme étant susceptibles d'avoir une influence sensible indépendamment des autres circonstances* » mais permet « *uniquement de distinguer l'utilisation des informations ex ante (c'est à dire les informations déjà disponibles) des informations ex post* »⁸¹⁵.

⁸⁰⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 126.

⁸⁰⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.131.

⁸⁰⁷ V. par exemple AMF, comm. sanct., 10 avril 2008, SAN-2008-15 ; CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 5 janv. 2010, n°2009/06017 : « Le fait que l'émetteur soit prêt à lancer une offre publique d'achat amicale sur la société cible était de nature à être utilisé par un investisseur raisonnable comme l'un des fondements de sa décision d'investissement » ; AMF, comm. sanct., 14 décembre 2018, SAN-2018-17 ; AMF, comm. sanct., 13 novembre 2020, SAN-2020-11 qui précise qu' « un projet d'offre publique d'achat est, par nature, susceptible d'avoir une influence sur le cours de la société cible ».

⁸⁰⁸ V. Par ex : AMF, comm. sanct., 21 avril 2005, SAN-2005-11 : « l'aggravation de la situation de la société émettrice et l'ampleur de la perte prévisible, inconnues du marché, sont de nature, dans la mesure où elles sont rendues publiques, à avoir une influence sensible sur les cours » ; AMF, comm. sanct., 22 octobre 2012, SAN-2012-17 ; AMF, comm. sanct., 22 juillet 2014, SAN-2014-16 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 7 février 2019, n° 18/04069.

⁸⁰⁹ Information relative à la baisse du chiffre d'affaires : AMF, comm. sanct., 12 nov. 2009, SAN- 2010- 03.

⁸¹⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 691.

⁸¹¹ AMF, comm. sanct., 25 nov. 2010, SAN- 2010- 29.

⁸¹² AMF, comm. sanct., 18 déc. 2014, SAN- 2014- 22 ; CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 27 nov. 2014, n° 13/16393 ; AMF, comm. sanct., 29 sept. 2017, SAN-2017-08.

⁸¹³ AMF, comm. sanct., 13 nov. 2020, SAN- 2020- 11 ; AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN- 2019- 03 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 7 févr. 2019, n° 18/ 04069.

⁸¹⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.125. V. aussi dans le même sens : N. IDA, *op. cit.*, p. 685.

⁸¹⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 140 : « le règlement MAR indique que « les informations disponibles ex post peuvent servir à vérifier la présomption de sensibilité des cours aux

Cette atteinte inconstitutionnelle et inconventionnelle à la présomption d'innocence se trouve d'autant plus caractérisée qu'il n'existe pas, dans le sens contraire, d'informations qui ne sont intrinsèquement pas susceptibles d'impacter le cours.⁸¹⁶ Une décision du 25 novembre 2010 témoigne en effet de cette position puisque l'AMF a pu considérer que même si l'information en question (la baisse du chiffre d'affaires) n'était pas pertinente pour l'appréciation des investisseurs compte tenu du secteur d'activité de l'émetteur, il convenait dans tous les cas de vérifier si, en l'espèce, les circonstances n'auraient pas pu lui conférer une portée spécifique qui lui aurait permis d'impacter sensiblement le cours⁸¹⁷.

Certains auteurs ont pu affirmer que « à raisonner de la sorte, autant instaurer expressément un renversement de la charge de la preuve en considérant que toute information précise concernant un titre ou un émetteur est susceptible d'avoir un impact sur le cours et en mettant à la charge de la personne poursuivie la preuve contraire. Bien que juges et régulateurs n'en soient pas encore arrivés à une telle extrémité, c'est bien vers cette situation que la présomption d'effet sensible sur le cours aboutit en pratique »⁸¹⁸. Toute appréciation *in concreto* de l'information litigieuse est donc exclue afin de retenir simplement *in abstracto* que l'information en cause a une influence sensible sur le cours, peu importe si cela est ou non conforme à la réalité et peu importe l'apport de preuves contraires par le mis en cause. Or, le caractère irréfragable de cette présomption est d'autant plus critiquable qu'il est particulièrement difficile de déterminer avec précision l'impact et l'effet réel qu'aurait eu la divulgation de l'information sur le cours d'un instrument financier. De plus, le « débat ne (doit) pas se situer sur la nature de l'information mais sur son effet réel sur le cours du titre de l'émetteur concerné »⁸¹⁹. Cela est donc hautement contraire au droit européen et surtout au respect effectif de la présomption d'innocence qui est ici réduite à néant. Une telle présomption est en effet inconstitutionnelle et inconventionnelle dans son existence même car contraire, de par son aspect irréfragable, aux conditions nécessaires pour sa validité.

En ce qui concerne dans un second temps la présomption de détention de l'information privilégiée pour les initiés primaires, il a pu être relevé que cette dernière constituait bien une présomption simple et est bien affirmée comme telle. Il serait en effet par exemple possible pour le dirigeant de démontrer qu'il n'avait pas pu détenir une telle information du fait notamment des agissements de ses employés qui lui auraient caché l'existence de celle-ci⁸²⁰ ou simplement, qu'il ne l'avait pas encore reçue⁸²¹ notamment en raison d'une mise à l'écart due à une révocation⁸²² ou un problème de santé⁸²³. Si de telles situations ont notamment pu être caractérisé au regard de la pratique décisionnelle de la Commission des sanctions, néanmoins, certains auteurs soulignent qu'« on peut (...) se demander comment un dirigeant pourrait établir qu'il ignorait une information concernant sa société et qui

informations disponibles ex ante ». Autrement dit, si présomption de sensibilité il y a, ce n'est que celle qui résulte des informations ex ante, lesquelles supposent une analyse au cas par cas ».

⁸¹⁶ *Ibid*, p. 132.

⁸¹⁷ *Ibid* ; AMF, comm. sanct., 25 nov. 2010, SAN-2010-29.

⁸¹⁸ *Ibid*, p. 144.

⁸¹⁹ J.- M. MOULIN, « l'AMF affine son acception du manquement d'initié », note ss. AMF, comm. sanct., 1er mars 2007, SAN- 2007- 12, *BJB* févr. 2008, n°JBB-2008-003, p. 27.

⁸²⁰ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 187.

⁸²¹ AMF. comm. sanct., 25 oct., 2007, SAN-2008-05, confirmée par CA Paris, 28 janv. 2008, pourvoi rejeté par Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-65.827.

⁸²² AMF, comm. sanct., 25 sept. 2008, SAN-2009-04.

⁸²³ Cass. com., 1^{er} mars 2011, n° 09-71.252.

serait suffisamment précise et importante pour avoir une incidence sur le cours de bourse »⁸²⁴, d'autant plus que l'influence sensible sur le cours de la bourse qui est une des caractéristiques de l'information privilégiée, se trouve elle aussi présumée de façon presque irréfragable pour certaines informations.

Cet aspect particulièrement tenu dans la possibilité de renverser cette présomption se retrouve au sein même de la formulation employée par l'AMF qui précise que le dirigeant « *ne pouvait ignorer la situation réelle de la société* »⁸²⁵ ou encore qu' « *en raison de sa qualité de Président Directeur Général (il) disposait de l'information privilégiée* »⁸²⁶. L'usage des listes d'initiés au regard desquels les initiés primaires sont forcément inscrits en tant qu'initié permanent renforce cette facilité de répression pour l'AMF et rend également plus compliqué l'apport de la preuve contraire par l'initié. Le caractère délicat de cette situation a en outre été relevé par un auteur qui précise que le dirigeant a le choix entre « *être de mauvaise foi et délinquant ou être de bonne foi et incompétent* »⁸²⁷. Cette présomption semble donc porter en elle-même une preuve diabolique qui porterait dès lors atteinte au respect effectif de la présomption d'innocence puisque celle-ci ne pourrait, dans les faits, être renversée. Cela lui conférerait dès lors un caractère irréfragable qui n'est pas admis tant au regard du droit national qu'international afin de respecter effectivement la présomption d'innocence de la personne suspectée et mise en cause. Cela est d'autant plus critiquable que cette présomption déclenche la présomption de conscience de l'information privilégiée.

La conscience du caractère privilégié de l'information est présumée pour les initiés primaires et secondaires. Cette présomption est en principe simple comme l'a affirmé la CJUE dans son arrêt Spector, et permettrait ainsi aux initiés primaires et secondaires de la renverser par la preuve de leur ignorance du caractère privilégié de l'information en cause. Comme le relève un auteur, rapporter une telle preuve est particulièrement complexe pour les dirigeants du fait de leur situation au sein de la société. Leur situation au sein de celle-ci peut justifier dès lors qu'il soit plus compliqué pour ces derniers de renverser la présomption puisque cela est en effet vraisemblable au regard du contexte en cause. Néanmoins, en ce qui concerne les autres initiés du premier cercle tels que les actionnaires de l'émetteur ou les salariés, cette présomption ne devrait pas être appliquée avec autant de rigueur à leur égard puisqu'ils ne disposent pas nécessairement du même niveau de connaissance et de conscience de l'importance d'une information et de son caractère public et sensible ou non au regard du marché. D'autant plus que ces derniers disposeront de telles informations de façon bien plus occasionnelles que cela peut l'être pour les dirigeants, « *chargés de la communication financière de l'émetteur, qui s'interrogent ou doivent s'interroger quotidiennement, à ce titre, sur le caractère privilégié des informations qu'ils détiennent* »⁸²⁸.

Là encore, la pratique décisionnelle de l'AMF la rend irréfragable puisque l'initié du premier cercle n'a pas la possibilité de rapporter la preuve qu'il n'a pas agi délibérément ni par négligence coupable.

⁸²⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 187. V. dans le même sens C. GAVALDA, « Droits et devoirs des initiés », *Rev. sociétés* 1976, p. 594.

⁸²⁵ AMF, comm. sanct., 4 oct. 2007, SAN-2007-30.

⁸²⁶ AMF, comm. sanct., 1^{er} mars 2007, SAN-2007-12.

⁸²⁷ F. STASIAK, « Délit et manquement d'initié », *Rép. sociétés Dalloz*, 2007, n°3. V. aussi : AMF, comm. sanct., 19 juill. 2012, SAN-2012-11 : « le manque d'implication du dirigeant ne saurait l'exonérer de sa responsabilité » et interview de A. LAGARDERE s'exprimant à propos de l'affaire EADS : « J'ai le choix de passer pour quelqu'un de malhonnête ou d'incompétent, qui ne sait pas ce qui se passe dans ses usines. J'assume cette deuxième version » (GALLOIS D., Interview de A. LAGARDERE, *Le Monde*, 16 juin 2006).

⁸²⁸ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 955. Idée reprise par le Règlement MAR également en son considérant 26.

En effet l'AMF n'autorise qu'un seul cas d'exonération de responsabilité qui est le motif impérieux, c'est-à-dire la force majeure⁸²⁹. Un auteur souligne notamment le caractère de « *présomptions irréfragable de connaissance de l'information privilégiée* »⁸³⁰. Ainsi, les initiés en question ne peuvent rapporter la preuve qu'ils ont agi par négligence ou de façon non délibérative, ce qui porte une atteinte fondamentale à la présomption d'innocence. En effet, une telle présomption irréfragable ne peut en elle-même exister dans la mesure où ce caractère porte atteinte à la substance même de la présomption d'innocence qui est un droit fondamental de la personne suspectée.

Enfin, au regard des manquements d'initié, c'est la présomption d'utilisation et d'illégitimité de cette utilisation qui fait le plus débat. En effet, la présomption d'utilisation de l'information privilégiée est en principe simple, comme l'a rappelé l'arrêt Spector et peut donc être combattue par la preuve de l'absence d'influence de la détention de l'information sur l'opération ou bien encore la preuve de l'absence d'avantage indu que lui a conféré cette détention⁸³¹. L'AMF restreignait déjà avant cet arrêt, la marge de manœuvre du mis en cause au regard des preuves que ce dernier pouvait apporter afin de renverser la présomption qui lui était appliquée. Avant l'arrêt Spector, cette dernière n'admettait en effet que la possibilité d'invoquer un motif impérieux, c'est-à-dire un fait justificatif permettant d'être exonéré de responsabilité. Elle n'admettait donc pas la possibilité, au stade probatoire, de renverser la présomption d'utilisation qui était édictée⁸³². Or, depuis cet arrêt, l'AMF a ajouté une seconde présomption à celle d'utilisation et en est venu à présumer le caractère indu de celle-ci. Surtout, cette double présomption s'est vue complétée par le choix de l'AMF de ne pas respecter les prescriptions européennes posées dans l'arrêt Spector. En effet, l'AMF est venu conférer un caractère irréfragable à la première et quasi-irréfragable à la seconde.

Tout d'abord, si la preuve inverse de l'utilisation de l'information privilégiée dans la décision du mis en cause d'acquérir ou céder les titres en question pouvait déjà en elle-même sembler compliqué à rapporter, l'AMF a décidé de s'écarter des préconisations européennes et des règles constitutionnelles et conventionnelles et a érigé cette présomption en présomption irréfragable. Elle considère en effet que l'utilisation est consommée par l'opération : le manquement d'initié se produit dès lors qu'une personne détient une information privilégiée et acquiert ou cède des instruments financiers auxquels cette information se rapporte⁸³³. Plusieurs décisions de la Commission des sanctions en témoignent, notamment une du 27 mai 2010 où la Commission des sanctions a précisé que « *l'obligation d'abstention pesant sur le détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu ; il s'ensuit que le manquement tiré de l'utilisation d'une information privilégiée est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son exploitation* »⁸³⁴. Vient en complément une autre décision du 25 avril 2014 où la Commission a précisé que « *la circonstance invoquée par les mis en cause que les acquisitions faites en connaissance d'une information*

⁸²⁹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 956 ; N. IDA, *op. cit.*, p. 604. V. par ex AMF, comm. sanct., 6 déc. 2007, SAN-2008-04 ; AMF, comm. sanct., 5 mars 2009, SAN-2009-21 ; AMF comm. sanct., 21 avril 2005, SAN-2005-12 ; AMF, comm. sanct., 14 juin 2006, SAN-2006-20 ; AMF comm. sanct., 28 février 2008, SAN-2008-12 ; Cass. com., 23 mars 2010, n°09-11.366 ; AMF comm. sanct., 21 décembre 2017, SAN-2017-15.

⁸³⁰ C. AMBROISE-CASTEROT, « Droit pénal spécial et des affaires », *Gualino* 3^{ème} éd., 2012, n°580.

⁸³¹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 953.

⁸³² AMF, comm. sanct., 6 déc. 2007, SAN-2008-04 ; AMF, comm. sanct., 14 avr. 2005, SAN-2005-09 ; Cass. com., 23 mars 2010, n°09-11.366.

⁸³³ *Ibid.* V. aussi : N. IDA, *op. cit.*, p. 645.

⁸³⁴ AMF, comm. sanct., 27 mai 2010, SAN-2010-14. V. Dans le même sens et affirmant expressément le caractère absolu du devoir d'abstention : AMF, comm. sanct., 5 mars 2009, SAN- 2009-21 ; AMF, comm. sanct., 22 janv. 2009, *Sté Vinci*, SAN- 2009- 07.

privilégiée s'inscrivent dans la ligne d'une stratégie d'investissement, n'est pas de nature à justifier la violation du devoir d'abstention »⁸³⁵. Seule une décision isolée⁸³⁶ a pu ouvrir la possibilité de renverser une telle présomption qui n'a donc qu'un poids dérisoire au regard de l'étendue de la pratique décisionnelle de l'AMF. Dans d'autres décisions, l'AMF ne mentionne et n'évoque même pas la présomption d'utilisation et se borne simplement à vérifier si les justifications et preuves avancées par le mis en cause sont susceptibles de renverser la présomption d'utilisation induite⁸³⁷. Le respect effectif de la présomption d'innocence n'a donc plus lieu d'exister au regard de cet élément constitutif du manquement où la présomption édictée exonère entièrement l'AMF de la preuve de l'utilisation de l'information privilégiée en raison de sa détention.

C'est donc seulement au niveau de la présomption d'illégitimité de l'utilisation que le mis en cause peut espérer renverser ces deux présomptions. L'AMF « glisse en effet d'une présomption à l'autre »⁸³⁸ par le caractère irréfragable conféré à la présomption d'utilisation. Celle-ci est en principe simple. L'AMF le rappelle régulièrement dans ses décisions⁸³⁹ et ce caractère simple a été par ailleurs consacré par la Cour de cassation qui a précisé que « dès lors qu'est établie la matérialité des faits constitutifs du manquement d'initié, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer qu'elle n'a pas fait une exploitation induite de l'avantage que lui procurait la détention de l'information privilégiée »⁸⁴⁰.

Toutefois, cette présomption présente en réalité elle aussi un caractère quasi irréfragable du fait de la sévérité de l'AMF dans son application, portant ainsi une atteinte fondamentale à la présomption d'innocence. Cette preuve était déjà en elle-même particulièrement difficile à rapporter pour certains auteurs dans la mesure où elle revenait, pour le mis en cause, à prouver un fait négatif puisqu'il était tenu d'apporter « la preuve, qui devient alors négative et fort délicate à administrer, que les interventions réalisées sur le titre de l'émetteur n'ont pas été motivées par la recherche d'un avantage indu »⁸⁴¹. En principe, il aurait été possible de renverser cette présomption par la preuve de la poursuite d'un objectif autre que l'obtention d'un profit indu⁸⁴². Invoquer des circonstances exclusivement personnelles de l'initié ne permet pas de renverser cette présomption⁸⁴³. Néanmoins le mis en cause devrait être en mesure de renverser la présomption en démontrant que l'opération n'était pas motivée par un avantage indu mais participait « du bon fonctionnement objectif du marché »⁸⁴⁴ ou si elles participaient à une « d'une opération globale dont elles sont l'élément nécessaire, justifiant

⁸³⁵ AMF, comm. sanct., 25 avr. 2014, SAN-2014-03. V. dans le même sens AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN-2019-05.

⁸³⁶ AMF, comm. sanct., 5 juin 2015, SAN-2015-12.

⁸³⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 656 faisant référence notamment à AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, *Sté Montaigne Fashion Group et autres*, SAN- 2019-04.

⁸³⁸ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 953.

⁸³⁹ V. Par ex : AMF, comm. sanct., 22 juillet 2014, SAN-2014-16, confirmé par CA Paris, p. 5, ch. 7, 17 déc. 2015, n° 2014/19188 ; AMF, comm. sanct., 23 juill. 2015, SAN-2015-15 ; AMF, comm. sanct., 27 avril 2016, SAN-2016-06 ; AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15 ; AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN-2019-03 ; AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN-2019-05.

⁸⁴⁰ Cass. com., 8 févr., 2011, n°10-10.965.

⁸⁴¹ S. TORCK, « L'état se desserre autour des initiés », note ss. CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, C-45/08, *BJB* mars 2010, n°JBB-2010-012, p. 92.

⁸⁴² N. IDA, *op. cit.*, p. 640.

⁸⁴³ AMF, comm. sanct., 29 déc. 2021, SAN- 2022- 01 où le mis en cause invoquait son obligation de faire face à l'impôt ou à une échéance de paiement ; de même pour des raisons relatives à la stratégie patrimoniale personnelle de l'initié (CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 2 avr. 1997, *Lesage c. Agent judiciaire du Trésor*) ; des besoins de financement pour un projet immobilier (AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN- 2019- 03) ou de reconstituer la trésorerie (AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN- 2016-15).

⁸⁴⁴ M. COHEN- BRANCHE, « La présomption et ses effets », *BJB* juill. 2011, n°JBB-2011-0211, p. 464.

ainsi, le cas échéant, que l'obligation d'abstention n'ait pas été respecté »⁸⁴⁵ par exemple en cas de défense anti OPA contre une offre hostile⁸⁴⁶. Un initié avait également pu arguer qu'il n'y avait pas utilisation indue de l'information si elle avait été utilisée dans le seul but de permettre une restructuration du capital, afin d'obtenir les fonds nécessaires à une augmentation de capital⁸⁴⁷. Toutefois, l'ensemble de ces possibilités évoquées ne peuvent pas, au regard de la pratique décisionnelle de l'AMF, permettre un renversement de la charge de la preuve puisqu'elle considère que seul un motif impérieux permet de justifier l'opération réalisée⁸⁴⁸. Or, cela est critiquable puisque, là encore, l'AMF rend irréfragable la présomption de culpabilité dans la mesure où le motif impérieux « n'intervient que comme un fait justificatif (et) est donc étranger à la caractérisation du manquement, tandis que la présomption d'utilisation indue agit précisément sur ce terrain »⁸⁴⁹. La question de la présence ou non d'un motif impérieux est en effet en principe étranger à la démonstration de l'absence d'utilisation indue de l'information privilégiée. Cette pratique décisionnelle porte donc elle aussi une atteinte fondamentale au respect de la présomption d'innocence et nie la substance et l'effectivité même de celle-ci. Certains auteurs reprochent ainsi cette jurisprudence et considèrent qu'il devrait être admis que les initiés « puissent rapporter la preuve du fait que l'information n'ait pas été déterminante dans l'opération litigieuse ou du fait que l'utilisation de l'information privilégiée était objectivement légitime au regard des finalités de la directive (afin de s'assurer de) sanctionner de véritables atteintes à l'intégrité des marchés et à l'égalité des investisseurs, plutôt que la violation d'une norme comportementale abstraite »⁸⁵⁰.

Si ce reproche est toujours allégué par la doctrine et les praticiens à l'encontre de l'AMF⁸⁵¹, il semble toutefois pertinent de préciser, selon un auteur, que cette exigence de motif impérieux a été dorénavant abandonnée par l'AMF⁸⁵². Il relève en effet que dans une décision du 22 juillet 2014, l'AMF a accepté de renverser la présomption d'utilisation indue de l'information privilégiée sans exiger pour autant que la personne mise en cause apporte la preuve d'un motif impérieux⁸⁵³. Selon le Professeur F. Drummond, il s'agissait néanmoins du seul cas où un tel caractère réfragable de la présomption avait pu être constaté⁸⁵⁴. N. Ida relève néanmoins que dans des décisions subséquentes, l'AMF continue de faire mention du motif impérieux mais ne lui confère plus un « rôle dans le renversement de la

⁸⁴⁵ S. TORCK, « L'étau se desserre autour des initiés », note ss. CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, C-45/08, *BJB* mars 2010, n° JBB-2010-012, p. 92.

⁸⁴⁶ Cette possibilité avait pu être évoquée par les rapports annuels de la COB : COB, Rapport annuel 1990, p. 99 et COB, Rapport annuel 1989, p. 136-137.

⁸⁴⁷ Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-11.366 ; Cass. com., 8 févr. 2011, n° 10-10.965. V. aussi AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, SAN-2013-05 : « Considérant qu'ainsi, le mis en cause, initié primaire, tenu à une stricte obligation de s'abstenir d'intervenir sur les titres Anovo dont il était le propriétaire, ne justifie d'aucune circonstance impérieuse de nature à justifier son comportement » ; AMF, comm. sanct., 22 oct. 2012, SAN-2012-17 : « Considérant que, tenu à une obligation absolue d'abstention, M. Ales Volubra, initié primaire, n'a, à l'évidence, justifié d'aucune circonstances impérieuse susceptible de l'exonérer de sa responsabilité » ; AMF, comm. sanct., 13 févr. 2013, SAN-2013-04 ; AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, SAN-2013-05 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2014, SAN-2014-03 où la société en cause n'apportait aucun « élément de nature à prouver que l'utilisation de l'information privilégiée n'était pas indue ou nécessitée par un motif impérieux ». Plus récemment : AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15.

⁸⁴⁸ Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-11.366.

⁸⁴⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 654.

⁸⁵⁰ J.-G. DE TOCQUEVILLE et E. ROGEY, « Une définition communautaire de la notion d'utilisation d'une information privilégiée », *D.* 2010. 2313.

⁸⁵¹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 957 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 249 ; N. ROTONCHEVSKY, « Panorama et synthèse de la jurisprudence récente relative aux infractions d'initié », *RTD com.* 2010, p. 395.

⁸⁵² N. IDA, *op. cit.*, p. 657.

⁸⁵³ AMF, comm. sanct., 22 juill. 2014, *Sté Safetic, et alii*, SAN-2014-16 où les cessions litigieuses avaient eu lieu dans un contexte de soutien financier au profit de la société.

⁸⁵⁴ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 953.

présomption (témoignant que) le motif impérieux n'intervient plus au stade de la caractérisation du manquement auquel il est étranger, mais n'opère qu'en tant que fait justificatif»⁸⁵⁵. Il donne en exemple pour cela de nombreuses décisions⁸⁵⁶ dont la réalité de cette évolution aurait été consacrée implicitement par la Cour de cassation récemment⁸⁵⁷. Toutefois, il nous paraît en réalité trop tôt pour pouvoir affirmer un tel renversement dans la pratique décisionnelle de l'AMF. Une décision récente en témoigne par ailleurs⁸⁵⁸ où celle-ci fait, de nouveau, référence au seul motif impérieux comme moyen d'écarter la présomption d'utilisation induite de l'information. De plus, cette fluctuation dans la pratique décisionnelle de l'AMF n'est pas satisfaisante au regard d'un respect effectif de la présomption d'innocence dans la mesure où elle ne relève que de la seule volonté et tendance de l'AMF et pourrait ainsi de nouveau venir à changer. Seule l'obligation imposée par une juridiction supérieure de redonner à la présomption d'utilisation induite son caractère réfragable permettrait d'assurer un respect effectif de la présomption d'innocence et ainsi, des droits fondamentaux du mis en cause. La pratique décisionnelle de l'AMF n'est donc, pour l'instant, toujours pas satisfaisante.

Cependant, un moyen de défense particulier à la disposition de la personne mise en cause mérite d'être invoqué et souligné puisque ce dernier, s'il remplit certaines conditions, permet en effet de renverser la présomption d'utilisation induite de l'information privilégiée. Il s'agit de la possibilité de conclure un mandat de gestion par lequel le dirigeant d'une société va confier à des gestionnaires professionnels la tâche de gérer les titres qu'ils détiennent dans leur société. Cela permet ainsi aux dirigeants de « déconnecter la décision de réaliser une opération de la détention d'une information privilégiée » et « de se pré-constituer la preuve de l'absence d'utilisation d'une information privilégiée (par) sa passivité »⁸⁵⁹. L'AMF validait tout particulièrement cette pratique dans la mesure où elle avait décrété, par le biais d'une recommandation, une « *présomption simple de non-commission d'opération d'initiés* »⁸⁶⁰ dès lors que le mandat était établi selon les conditions précises édictées. Il s'agissait d'éviter, par ces conditions, un risque d'immixtion du mandat dans la gestion, notamment du fait du rapport de force naturel ou de la relation amicale qui existe entre ce dernier et son mandataire.

Cette présomption simple en faveur du mis en cause pourrait paraître étrange toutefois au regard du respect de la présomption d'innocence puisque celle-ci, en elle-même, impose que la charge de la preuve pèse sur l'autorité de poursuite. Néanmoins, elle ne pouvait être que bienvenue au sein d'un système animé par la volonté d'une répression effective des abus de marché et aurait ainsi imposé que l'AMF démontre positivement que les règles du mandat n'avaient pas été respectées afin de conclure à une utilisation de l'information privilégiée par le dirigeant. Cette présomption présentait toutefois une

⁸⁵⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 659.

⁸⁵⁶ AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN-2019-03 ; AMF, comm. sanct., 13 avr. 2018, SAN- 2018- 03 ; AMF, comm. sanct., 21 déc. 2017, SAN- 2017-15 ; AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN- 2016-15.

⁸⁵⁷ Cass. com., 24 nov. 2021, n° 20-18.482 qui préciserait implicitement à la Cour d'appel qu'elle n'avait pas à vérifier et à s'interroger sur l'existence ou non d'un motif impérieux dès lors que les moyens avancés par le dirigeant ne permettaient pas de renverser la présomption.

⁸⁵⁸ AMF, comm. sanct., 29 déc. 2021, SAN- 2022-01.

⁸⁵⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 628. V. dans le même sens : T. GONTARD, dans 12^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, « La détention de l'information privilégiée et ses conséquences », Paris, 4 nov. 2019. Disponible en ligne sur le site internet de l'AMF : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/agenda-de-lamf/12e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-vidéos-des-interventions-du-colloque>. V. aussi : E. COHEN et A. PERES, « La gestion sous mandat, une solution préventive au risque de délit d'initié ? », *Option finance* n° 895, 28 août 2006, p. 26.

⁸⁶⁰ AMF, Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants de sociétés cotées, recommandation n° 2010- 07, 3 nov. 2010, p. 12. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2020-11/20130708-guide-relatif-a-la-prevention-des-manquements-d-inities-imputables-aux-dirigeants-des-societes-cotees.pdf>.

portée limitée, décriée par certains auteurs⁸⁶¹ dans la mesure où l'AMF ne pouvait édicter d'elle-même des présomptions si une telle possibilité ne lui était pas offerte par la directive Abus de marché à l'époque⁸⁶². De plus, cette recommandation ne présentait aucun caractère obligatoire tant pour la Commission des sanctions que pour les juridictions de recours. Cette présomption a, *in fine*, été supprimée suite à l'adoption et l'entrée en vigueur du Règlement MAR⁸⁶³ où l'AMF considère que la question relève désormais des comportements légitimes que nous avons au préalable décrits⁸⁶⁴. Plusieurs auteurs considèrent néanmoins que la conclusion d'un mandat de gestion n'entre pas dans les catégories énumérées à l'article 9 du Règlement mais constitue désormais un simple moyen de défense comme un autre pour le dirigeant⁸⁶⁵ dès lors que le contrat de mandat est bien géré de manière discrétionnaire et rédigé et mis en œuvre de telle manière qu'il y a une imperméabilité totale entre le mandant et le mandataire⁸⁶⁶. Ce moyen de défense a en effet pu être accepté par l'AMF lorsque ces conditions étaient caractérisées⁸⁶⁷. Un tel moyen permet un respect plus caractérisé de la présomption d'innocence du mis en cause qui peut ainsi renverser la présomption d'utilisation indue de l'information privilégiée et prouver son innocence.

2. Le manquement de diffusion de fausse information

Il ne conviendra pas d'étendre avec autant d'ampleur nos développements sur ce manquement dans la mesure où les présomptions édictées font l'objet de peu de discussion. Tout d'abord, la première présomption relative à l'élément matériel qui consiste à présumer l'effet de la diffusion sur le fonctionnement du marché ne semble avoir fait l'objet que de trois applications à notre connaissance⁸⁶⁸. Sa portée reste donc particulièrement relative et circonscrite. Il existe de nombreux exemples de la jurisprudence de la Commission des sanctions qui ne retient pas l'existence du manquement du fait de la preuve contraire apportée par le mis en cause. Il est notamment possible de donner pour exemple l'expression d'un jugement de valeur par la société⁸⁶⁹. Il faut néanmoins souligner qu'au regard des principes directeurs publiés par l'AMF⁸⁷⁰, en dehors du cas des commissaires aux comptes qui font partie des professionnels bénéficiant d'un régime particulier au regard de leur responsabilité, il n'existe que très peu d'exemples de manquement non constitués, ce qui témoigne ainsi de répressions plus efficaces et plus présentes du manquement que des mises hors de cause de celui-ci.

⁸⁶¹ S. PUEL et E. ROGEY, « La gestion sous mandat des titres de dirigeants de sociétés cotées : quelles protections contre la répression des manquements d'initiés ? », *RTDF* n° 3/ 2010, p. 146.

⁸⁶² N. IDA, *op. cit.*, p. 629.

⁸⁶³ AMF, « Règlement européen Abus de marché (MAR) : l'AMF accompagne les acteurs », communiqué du 1er juillet 2016. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/entree-en-application-du-reglement-sur-les-abus-de-marche-mar-lamf-attire-lattention-des-societes>.

⁸⁶⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 630.

⁸⁶⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 631 faisant référence notamment à A. PERES, N. MARTY et T. BOURDEAULT, « Le mandat de gestion programmée pour un avenir radieux ? », *Décideurs Juridiques et Financiers* n° 122, déc. 2010, p. 54.

⁸⁶⁶ N. ROTONCHEVSKY, « Panorama et synthèse de la jurisprudence récente relative aux infractions d'initiés », *RTD com.* 2010, p. 395.

⁸⁶⁷ AMF, comm. sanct., 23 sept. 2010, SAN- 2010- 21 ; AMF, comm. sanct., 17 mars 2015, *Sté Bernheim Dreyfus et a.*, SAN- 2015- 06 ; AMF, comm. sanct., 28 janv. 2010, SAN-2010-12. Une dernière décision récente fait mention de la possibilité d'invoquer ce moyen de preuve, sans pour autant le caractériser en l'espèce, dans la mesure où le mandant disposait de la faculté de donner des directives particulières au mandataire : AMF, comm. sanct., 28 avr. 2021, *Sté Diana Holding et a.*, SAN- 2021- 06.

⁸⁶⁸ AMF, comm. sanct., 30 avr. 2014, SAN-2014-04 ; AMF, comm. sanct., 23 févr. 2006, SAN-2006-17 ; récemment AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04.

⁸⁶⁹ AMF, comm. sanct., 21 décembre 2017, SAN-2017-15.

⁸⁷⁰ AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 313 et 314.

De plus, l'AMF a réduit considérablement, pour le mis en cause, la possibilité de renverser, par des preuves contraires, la présomption de connaissance du caractère fallacieux de l'information qu'elle s'applique à l'émetteur ou bien, dans une moindre mesure, aux dirigeants. Elle a en effet rappelé récemment qu'un « *émetteur est réputé connaître le caractère inexact ou trompeur d'une information qui a été publiée en son nom et pour son compte* »⁸⁷¹. Le renversement d'une telle présomption, pour le dirigeant ou l'émetteur, ne pourrait se caractériser que par une exonération selon laquelle il a été privé, par des circonstances particulières, de l'exercice total ou partiel de ses fonctions⁸⁷². Ainsi, la seule absence d'implication du dirigeant dans la diffusion de l'information ne l'empêche pas d'être condamné à cet égard⁸⁷³. Sont également inopérants les arguments tirés du seul fait qu'il n'ait pas été au courant de l'information en raison de sa dissimulation par une autre personne de la société⁸⁷⁴ ou bien tirés de sa personnalité et de son comportement⁸⁷⁵.

Il est là encore possible de faire le même reproche que pour les manquements d'initié, à savoir, le fait d'exiger une exonération de responsabilité comme seule manière d'éliminer la présomption de connaissance, revient à rendre irréfragable cette présomption puisque la question de l'application ou non d'un tel fait justificatif ne relève pas du même domaine probatoire. Il conviendra de développer plus en avant ces faits justificatifs. Toutefois, dans une décision du 17 décembre 2009, la Commission des sanctions de l'AMF a admis le renversement de la présomption de connaissance du caractère fallacieux de l'information pour l'émetteur puisqu'elle a mis hors de cause une société en considérant que l'information erronée n'avait pas été diffusée « *sciemment* »⁸⁷⁶. Il a en effet été étayé en l'espèce qu'il n'était « *pas établi que la Présidente du directoire qui a certifié l'exactitude de la note diffusée savait ou aurait dû savoir que le nombre de titres effectivement détenus par le concert était en vérité plus élevé que celui qui avait été indiqué par la société initiatrice de l'offre* »⁸⁷⁷.

Ce manquement témoigne donc, lui aussi, d'une protection particulièrement faible de la présomption d'innocence du mis en cause au regard de la pratique décisionnelle de l'AMF. En effet, la faible quantité de mis hors de cause prononcée par l'AMF et le caractère quasi irréfragable conférée à la présomption de l'élément moral, en particulier pour l'émetteur, témoigne de cette volonté ici aussi d'assurer une répression effective des abus de marché.

Toutefois, comme précisé, il n'existe pas de présomption de droit appliquée de manière récurrente et certaine par la Commission des sanctions en ce qui concerne les manipulations de cours, qui fait elle aussi partie, pourtant, des manipulations de marché répréhensibles au titre des abus de marché. Cette différence probatoire peut paraître étrange dans la mesure où la détection de manipulation de cours est tout autant difficile que celle relative aux manquements d'initiés et de diffusion de fausses informations. Cela pourrait néanmoins se justifier au regard du nombre plus faible de manquement de

⁸⁷¹ AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04.

⁸⁷² AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, SAN-2018-06 ; AMF, comm. sanct., 5 juill. 2018, SAN-2018-08 ; AMF, comm. sanct., 18 juill. 2018, SAN-2018-10.

⁸⁷³ AMF, comm. sanct., 19 juill. 2012, SAN-2012-11, confirmée par CA Paris, p. 5, ch. 7, 30 janv. 2014, n°2012/16612, pourvoi rejeté par Cass., crim., 8 nov. 2017, n°14-14697.

⁸⁷⁴ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 398.

⁸⁷⁵ *Ibid.*

⁸⁷⁶ AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 314 citant notamment : AMF, comm. sanct., 17 décembre 2009, SAN-2010-07.

⁸⁷⁷ *Ibid.*

manipulations de cours commis contrairement aux deux autres. Cela pourrait également s'expliquer par une volonté peut être plus marquée de réprimer ceux qui abusent d'une situation privilégiée et de la confiance des investisseurs et qui profitent ainsi d'une inégalité naturelle sur le marché en raison de la détention d'une information privilégiée ou d'une information qu'ils savent vraie. Une telle situation ne se retrouve en effet pas de la même manière en cas de manipulation de marché dans la mesure où les personnes qui commettent ces manquements créent une inégalité sur le marché mais n'exploitent pas nécessairement une inégalité préexistante. Un auteur relève que les manipulations de marché ont un caractère plus économique que moral dans la mesure où ils visent à protéger le bon fonctionnement du marché, « *érigé au rang d'objectif d'intérêt général* »⁸⁷⁸. Ces justifications ne semblent néanmoins n'avoir qu'une portée relative dans la mesure où il n'existe pas d'explications sur le fait que la répression des abus de marché et son effectivité ne s'appliquent pas de façon uniforme afin de préserver l'intégrité du marché et la confiance des investisseurs.

Néanmoins, la faible présence des présomptions et leur caractère plus ou moins réfragable pour l'élément intentionnel selon que l'émetteur est concerné ou non, permet un respect plus important de la présomption d'innocence du mis en cause. Cette situation assure ainsi la possibilité pour le mis en cause de sa possibilité d'apporter les preuves nécessaires à sa défense et permettre ainsi de convaincre la Commission des sanctions de l'AMF de son innocence face à la situation caractérisée par l'AMF. Or, comme a pu l'écrire le Professeur H. Barbier, « *si la présomption d'innocence est affichée comme préservée par le caractère réfragable de la présomption, ce qui rend ces deux présomptions conciliables, encore faut-il que le renversement de la présomption de culpabilité ne soit pas rendu trop difficile par une pratique décisionnelle excessivement sévère* »⁸⁷⁹. Or tel est le cas devant l'AMF, ce qui ne permet pas de respecter effectivement la présomption d'innocence. Toutefois, la répression des abus de marché est double, et un retour concret du respect de la présomption d'innocence du mis en cause peut être attendue devant le PNF.

B. La possibilité concrète de renversement des présomptions devant le PNF

La présomption d'innocence bénéficie de prime abord d'une protection renforcée devant le PNF en comparaison à l'AMF, dans la mesure où un nombre plus réduit de présomptions de culpabilité s'applique devant celui-ci. En effet, on y retrouve, pour le délit d'initié, la présomption de détention de l'information privilégiée, celle d'utilisation et éventuellement celle de conscience du caractère privilégié de l'information. Les présomptions importantes d'illégitimité de l'utilisation et d'influence sensible du cours de l'information concernée ne sont donc pas explicitement consacrées devant les juges pénaux. Pour cette dernière, un doute peut néanmoins subsister dans la mesure où la définition d'information privilégiée est similaire à celle retenue par l'AMF, par renvoi de l'article L465-1 I C du CMF au Règlement MAR.

Toutefois, il semble que cette présomption relève plus particulièrement de la pratique décisionnelle de l'AMF et ne saurait ainsi être transposée telle quelle devant le PNF. Enfin, en ce qui concerne les manipulations de marché, aucune présomption au regard des éléments matériel et moral n'a été édictée et le PNF est également plus rigoureux dans la caractérisation de ces délits. Il n'existe en effet pas de

⁸⁷⁸ N. ROTONCHEVSKY, « Liberté d'expression et délits boursiers », *BJB* mai 2001, n°JBB-2001-042, p. 211.

⁸⁷⁹ H. BARBIER, « L'évolution du droit financier au contact des droits fondamentaux », dans « Mélanges offerts en l'honneur du professeur Michel Germain », *LexisNexis- LGDJ*, 2015, p. 75.

forme spéciale de manipulation de cours qui faciliterait la preuve pour l'autorité de poursuite et cette dernière entend démontrer concrètement les effets sur le marché des manipulations de marché⁸⁸⁰. Dès lors, il ne convient pas ici de développer la preuve qui pourrait être rapportée contre ces manipulations de marché puisqu'il ne s'agit pas de renverser une présomption. De plus, la caractérisation de ces délits devant le PNF est particulièrement rare. Il convient toutefois de préciser qu'une enquête est actuellement en cours contre le PDG du groupe *Casino*, J.-C. Naouri pour délit d'initié et délit de manipulation de cours. Ce dernier a en effet été placé en garde à vue dans le cadre de cette enquête en juin 2023. Le choix de la voie pénale peut s'expliquer par le fait que le groupe *Casino* est un acteur important au sein de la grande distribution et donc au sein du secteur économique, qui peut ainsi justifier d'apporter un discrédit social plus conséquent si l'infraction était avérée. Sans s'attarder sur cette affaire dont l'enquête est toujours en cours, il convient néanmoins de développer plus précisément l'application des présomptions de détention, d'utilisation et de conscience du caractère privilégié de l'information en cas de délit d'initié.

En ce qui concerne la présomption de détention, la première différence avec l'AMF tient au fait que celle-ci conserve son caractère réfragable. D'autant plus que si le juge pénal a pu affirmer le caractère de présomption que revêtait la preuve de cette détention⁸⁸¹, il a en réalité continué dans une certaine mesure à essayer de caractériser celle-ci. Plusieurs décisions pénales ont en effet caractérisé la détention de l'information de façon certes, simplifiée, mais en recherchant tout de même en quoi « *la nature des fonctions* » et les « *conditions* » dans lesquelles ont été effectuées les opérations justifiaient une telle détention⁸⁸². Il est donc tout à fait possible pour l'initié concerné par la présomption d'apporter la preuve contraire d'une telle détention, c'est-à-dire le fait qu'il n'était pas en possession d'une information privilégiée lorsque les opérations litigieuses ont été réalisées. Même si cette preuve est particulièrement difficile à rapporter pour le mis en cause dans la mesure où il s'agit de prouver un fait négatif, elle n'est pas impossible. Le fait que la présomption de détention soit complétée par la prise en compte des circonstances de l'espèce par les juges et que le mis en cause ait la possibilité concrète de la renverser et de prouver son innocence, permet une conciliation plus effective entre répression des abus de marché et respect de sa présomption d'innocence.

Mais la pertinence d'une telle conciliation se retrouve également au regard de la présomption d'utilisation. En effet, celle-ci a été relevée tardivement par la Cour de cassation, contrairement à l'AMF, qui ne l'a affirmée qu'à compter de 2015⁸⁸³. Auparavant les juges pénaux n'invoquaient pas une telle présomption et s'efforçaient de déterminer le lien causal entre la détention de l'information et l'opération réalisée et si celle-ci avait, ainsi, été déterminante pour réaliser l'opération⁸⁸⁴. Quelques relaxes ont pu être prononcées par ailleurs sur ce fondement⁸⁸⁵, bien que cela n'était pas la norme⁸⁸⁶. Toutefois, un de ces arrêts est particulièrement illustratif dans la mesure où le mis en cause avait été poursuivi à la fois pour manquement d'initié et délit d'initié (le cumul étant toujours possible à la date

⁸⁸⁰ La manipulation de cours par recours à des procédés fictifs doit avoir un effet avéré sur le cours et non pas simplement potentiel. En ce qui concerne la diffusion de fausse information, elle doit donner des indications fausses ou trompeuses, le simple fait qu'elle soit susceptible d'en donner n'est pas suffisant.

⁸⁸¹ Cass. crim., 15 mars 1993, n°92-82263.

⁸⁸² T. corr. Paris, 15 oct. 1976, repris plusieurs fois par la suite : F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 977.

⁸⁸³ Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14-84.562, QPC.

⁸⁸⁴ Crim. 26 juin 1995, *Ruche méridionale*, n° 93- 81.646.

⁸⁸⁵ CA Paris, 9^e ch., 26 oct. 1999, n° 98/ 08203 ; CA Paris, 9^{ème} ch., sect. B, 2 févr. 2007 n°05/ 01856 ; T. corr. Paris., 13 mai 1986.

⁸⁸⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.198.

de l'arrêt)⁸⁸⁷. Il avait invoqué pour démontrer que la détention de l'information privilégiée n'avait pas été déterminante de ses actions sur le marché, qu'il était soumis à des contraintes financières importantes et à un endettement. Cet argument n'avait pas permis sa mise hors de cause devant l'AMF, mais avait néanmoins fonctionné devant les juges pénaux qui avaient considéré que les explications du prévenu correspondaient avec les éléments de l'enquête, notamment en raison du fait que la cession litigieuse s'inscrivait dans une période de vente continue, avant et après qu'il ait été détenteur de l'information privilégiée en question.

Toutefois, si depuis 2015, une présomption d'utilisation existe en matière pénale, elle est simple et la preuve contraire peut être rapportée. Il n'est pas nécessaire de prouver un motif impérieux qui viendrait justifier l'utilisation comme cela est exigé par l'AMF et cette présomption d'utilisation n'est pas complétée par une présomption d'illégitimité. Le mis en cause peut donc tout à fait renverser la présomption par l'apport d'une preuve contraire et prouver ainsi que son opération n'a pas été motivée par la détention d'une information privilégiée, qui n'a pas été prise en compte afin de réaliser l'opération. La rigueur du juge pénal est donc moindre⁸⁸⁸. Là encore un respect plus concret de la présomption d'innocence est assuré dans la mesure où il est possible en théorie et en pratique de venir renverser la présomption. Cela est de plus conforme aux exigences relatives à la création de présomptions de culpabilité qui doivent être, entre autres, vraisemblables et réfragables selon les juges constitutionnels et internationaux.

Enfin, en ce qui concerne la conscience du caractère privilégié de l'information pour les initiés primaires et secondaires, l'existence d'une présomption à cet égard est discutée depuis l'entrée en vigueur du nouvel article 121-3 du Code pénal. La présence d'une présomption légale implicite de conscience au sein du délit d'initié reste en effet débattue dans la mesure où l'article L465-1 ne précise pas, contrairement aux initiés tertiaires, que les initiés primaires et secondaires doivent avoir agi « *en connaissance de cause* » pour caractériser le délit⁸⁸⁹. Néanmoins, cette situation reste préférable à celle caractérisée devant l'AMF. En effet, le mis en cause dispose d'une marge de manœuvre plus ample puisque cette présomption, pour autant qu'elle existe⁸⁹⁰, est simple. La jurisprudence n'a en effet jamais exigé la preuve d'un motif impérieux afin de retenir l'absence de conscience du caractère privilégié de l'information. La possibilité pour le mis en cause de rapporter la preuve contraire par n'importe quel moyen de défense afin de renverser la présomption permet donc d'assurer réellement une conciliation entre présomption d'innocence et répression des abus de marché.

Ainsi, la présomption d'innocence est particulièrement protégée devant le PNF en comparaison avec l'AMF, tant par le nombre plus restreint de présomptions qui ont été édictées, que par le fait que la preuve contraire peut être apportée par tous moyens devant celui-ci. Cette approche permet une conciliation effective entre le respect nécessaire de la présomption d'innocence du mis en cause et l'objectif particulièrement marqué de répression des abus de marché.

Toutefois, la possibilité d'assurer un respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause au sein des abus de marché pourrait aussi se matérialiser par la matérialisation de faits justificatifs, tant devant l'AMF que le PNF, qui permettraient d'exonérer le mis en cause de sa responsabilité.

⁸⁸⁷ CA Paris, 9^e ch., 26 oct. 1999, n° 98/08203.

⁸⁸⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 650.

⁸⁸⁹ G. ROCH, « Abus de marché : opérations d'initiés », *Études Joly Bourse*, 2012, n°EA005, n°255, p. 33 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 204.

⁸⁹⁰ Elle n'a, par exemple, pas été retenue au sein de l'arrêt du T. corr. Paris, 11 mai 2012.

SECTION 2 : Les moyens disponibles pour éliminer la responsabilité

Bien que de nombreux éléments puissent être invoqués par le mis en cause pour s'exonérer de sa responsabilité, il convient de se limiter aux seuls faits justificatifs pertinents au regard des abus de marché. Toutefois, il est d'ores et déjà possible de relever qu'il n'en existe qu'un nombre très limité à la disposition du mis en cause (§1), qui reste par ailleurs de faible portée pour assurer un respect effectif de sa présomption d'innocence dans la mesure où il lui appartient d'invoquer et de prouver ces derniers (§2).

§1. L'existence de moyens à la disposition de la personne mise en cause

La personne mise en cause peut en effet s'exonérer de sa responsabilité au regard de la commission d'un abus de marché qui serait retenue à son égard par la caractérisation de faits justificatifs dont l'existence diffère selon qu'il s'agisse d'une opération d'initié (A) ou bien d'une manipulation de marché (B). Ces faits justificatifs qui pourront être invoqués au sein de la répression des abus de marché et la plus ou moins grande difficulté à prouver ces derniers, permettront ainsi d'attester leur rôle au regard de la conciliation effective entre présomption d'innocence et présomptions de culpabilité.

Si les faits exonérateurs de droit pénal général tels que la légitime défense, la force majeure, l'état de nécessité ou l'ordre de la loi ou de l'autorité légitime peuvent être invoqués, il ne convient pas de s'attarder sur ces derniers dans la mesure où la preuve de leur existence est faible voire illusoire au sein de la répression des abus de marché. Il convient donc de ne s'attarder que sur les faits justificatifs les plus habituels au sein de ces abus.

Or, il convient d'ores et déjà souligner que la délégation de pouvoir est inapplicable en matière d'abus de marché pour permettre aux dirigeants de s'exonérer de leur responsabilité. En principe, la délégation de pouvoir permet en effet à ces derniers de transmettre à une personne certaines missions, dès lors que cette dernière est apte à les assumer et dispose des compétences matérielles, intellectuelles et institutionnelles nécessaires. Ce transfert de pouvoir a pour but de transférer également au délégataire la responsabilité des éventuelles infractions qui seraient commises pendant l'exercice de ces pouvoirs⁸⁹¹. Cette responsabilité est alternative et exonère ainsi le délégant⁸⁹² dès lors que ce dernier n'a pas personnellement pris part à la réalisation de l'infraction et que le délégataire disposait de la compétence, de l'autorité et des moyens pour assumer ses fonctions⁸⁹³. Or, la jurisprudence est particulièrement sévère sur ce point et ne reconnaît pas l'effectivité d'une délégation de pouvoir au regard des manquements et des délits boursiers. Ainsi, elle a notamment pu retenir dans un arrêt que les initiés primaires ne pouvaient pas échapper à leur responsabilité en démontrant l'existence d'une délégation de pouvoir lorsqu'il apparaissait que la décision de réaliser des titres sur le marché avait été prise au plus haut niveau⁸⁹⁴. De nombreux exemples jurisprudentiels témoignent également de

⁸⁹¹ A. MOREAU, « Certitudes et incertitudes des délégations de pouvoirs », *D.* 2006, n° 4, p. 290.

⁸⁹² *Ibid.*

⁸⁹³ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 462.

⁸⁹⁴ Cass, crim, 15 mars 1993, n° 92-82.263 et Cass, crim 19 oct 1995, n°94-83.884.

l'ineffectivité de telles délégations en matière boursière⁸⁹⁵, tout comme le confirment de nombreux auteurs en la matière⁸⁹⁶.

A. Les faits justificatifs propres aux opérations d'initié

Au sein des faits justificatifs propres aux opérations d'initié, il convient de s'attarder sur trois principaux : celui relatif à la sauvegarde de l'intérêt social de la société, celui relatif au motif impérieux, ainsi que celui relatif à l'exonération de la responsabilité de l'émetteur en cas de manquement d'initié commis par une personne physique pour son compte.

Tout d'abord, avant l'entrée en vigueur du Règlement MAR, la CJUE avait donné des exemples de faits justificatifs dans sa décision *Spector Photo Group*⁸⁹⁷, tels que des opérations réalisées par des teneurs de marché ou des lancements d'OPA à un prix supérieur au cours de bourse par une société qui détenait des informations privilégiées sur la cible. La Cour de cassation avait également fait sienne ces hypothèses de faits justificatifs en précisant dans un arrêt qu'un initié n'était punissable qu'à la condition que les informations privilégiées qu'il détenait aient été « *déterminantes des opérations réalisées* »⁸⁹⁸. Cette jurisprudence avait été reprise par la Cour d'appel de Paris qui avait considéré qu'il n'y avait pas lieu de condamner un dirigeant d'une société familiale dont les opérations étaient déterminées par la nécessité de rembourser des emprunts immobiliers importants et de ré-équilibrer la composition de son patrimoine, en retenant qu'« *on ne saurait interdire au dirigeant d'une société familiale, qu'il a contribué à constituer et à développer, de gérer sans fraude les valeurs mobilières de ce patrimoine au mieux de ses intérêts au seul motif que les informations qu'il tient de ses fonctions ne sont pas encore publiées* »⁸⁹⁹. Ces décisions ont également été transposées au manquement d'initié puisque la Cour de cassation a affirmé que les opérations de l'initié pouvaient être justifiées par un intérêt « *autre que personnel* »⁹⁰⁰. Cette situation était particulièrement caractérisée lorsque l'intérêt social de l'émetteur était en jeu⁹⁰¹. Elles étaient motivées par la « *nécessité de faire prévaloir l'intérêt social sur le devoir d'abstention* »⁹⁰².

La protection de l'intérêt social de l'émetteur était donc un motif valable pour échapper à la responsabilité en cas d'opération d'initié et ce motif avait été consacré comme tel par la jurisprudence⁹⁰³. Il a ainsi été possible pour les mis en cause d'invoquer la nécessité de restructurer le capital de l'émetteur⁹⁰⁴, de faire des cessions pour un besoin de trésorerie⁹⁰⁵, de faire des acquisitions afin de permettre la réalisation d'une prise de contrôle⁹⁰⁶ ou, au contraire, de la faire échouer⁹⁰⁷, tant

⁸⁹⁵ Cass. crim., 26 octobre 1995, n°94-83.780 ; Cass. crim., 28 juillet 1975, Bull. crim. n° 32 ; Cass. crim., 17 juillet 1990, Bull. crim. n° 247.

⁸⁹⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 280. V. Dans le même sens : N. IDA, *op. cit.*, p. 650.

⁸⁹⁷ CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Phot Group*, C-45/08 ; considérants 18 et 29 de la directive n°2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

⁸⁹⁸ Cass. crim., 26 juin 1995, *Ruche méridionale*, n° 93-81.646.

⁸⁹⁹ CA Paris, 26 oct. 1999, n° 98/ 08203.

⁹⁰⁰ Cass. com., 9 avr. 1996, n° 94-11.323.

⁹⁰¹ CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 11 sept. 2001, n° 2001/ 09259 ; CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 2 avr. 1997, *Lesage c. Agent judiciaire du Trésor* ; Cass. com., 5 oct. 1999, n° 97- 17.090.

⁹⁰² D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.226.

⁹⁰³ Cass. com., 5 oct. 1999, n° 97- 17.090 ; CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 11 sept. 2001, n°2001/09259.

⁹⁰⁴ CA Paris, 13 mai 1997, n° 96-20.711, pourvoi rejeté par Cass. com., 5 oct. 1999, n°97-17.090.

⁹⁰⁵ AMF, comm. sanct., 22 juill. 2014, SAN-2014-16.

⁹⁰⁶ COB, Rapport annuel 1990, p. 99 ; COB, 1^{er} mars 1994, confirmé par CA Paris, 1^{er} ch., sect. COB, 15 nov. 1994.

que la stratégie adoptée était pertinente pour atteindre l'objectif recherché⁹⁰⁸. Il a également été retenu que le mis en cause pouvait apporter la preuve que l'opération était conforme à l'intérêt social mais également aux intérêts du marché afin de ne pas voir sa responsabilité engagée⁹⁰⁹.

Néanmoins, ces hypothèses étaient rarement caractérisées⁹¹⁰. Si un auteur a pu s'interroger sur une évolution jurisprudentielle qui admettrait d'autres faits justificatifs propres à éliminer la responsabilité⁹¹¹, la jurisprudence n'est pas allée dans ce sens⁹¹². Elle est venue au contraire restreindre les faits justificatifs qu'il était possible d'invoquer en les limitant au seul « *motif impérieux de ne pas s'abstenir* »⁹¹³. Pour un auteur, ce motif aurait permis en principe d'englober de plus larges situations et aurait confié au mis en cause une plus grande marge de manœuvre dans les moyens qu'il pouvait invoquer pour s'exonérer de sa responsabilité. Il retient en effet que le terme « *impérieux* » renvoie à « *[ce] qui commande d'une façon absolue sans qu'on puisse résister ou répliquer* » permettant ainsi *a priori* d'englober également les motivations exclusivement liées à la situation personnelle de l'initié, telles que les hypothèses de vente de titres en raison de besoins financiers immédiats⁹¹⁴. Toutefois, en s'inspirant des conditions de l'état de nécessité, cet auteur a tenté de définir ce qu'il fallait entendre par motif impérieux. Il a retenu qu'il fallait à la fois un péril et une réaction de la personne pour tenter de l'éviter. Il a ensuite relevé que la contrainte devait être imminente ou actuelle, ne devait pas résulter de la faute préalable du mis en cause et, surtout, ne pouvait être évitée que par l'action de ce dernier⁹¹⁵.

La preuve d'un tel motif est donc particulièrement compliquée à rapporter, voire complètement vaine comme en témoigne la jurisprudence de l'AMF⁹¹⁶. Ce motif impérieux a de plus également détruit par ses conditions le fait justificatif lié à la simple préservation de l'intérêt social.

Ainsi, le fait justificatif de motif impérieux ouvert au mis en cause auquel on reproche la commission d'une opération d'initié ne permet pas d'assurer une conciliation efficace entre les objectifs d'intégrité du marché et de protection effective de la présomption d'innocence du mis en cause. En effet, même si les opérations n'étaient motivées par aucun intérêt personnel du mis en cause ni mues par une quelconque volonté de porter atteinte ou de profiter du marché, ce dernier verra sa responsabilité engagée sans pouvoir apporter un fait justificatif pertinent pour échapper à celle-ci. Or, cette

⁹⁰⁷ CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 11 sept. 2001, n°2001/09259.

⁹⁰⁸ COB, 24 avr. 2001 ; confirmé par CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 11 sept. 2001, n°2001/09259.

⁹⁰⁹ COB, 12 févr. 2002.

⁹¹⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 650.

⁹¹¹ N. ROTONCHEVSKY, « Manquement d'initié. Devoir d'abstention de l'initié. Exception en présence d'un motif impérieux justifiant une opération dictée par l'intérêt social. Appréciation de l'intérêt social par les seuls organes habilités », note ss. CA Paris, 11 sept. 2001, n°2001/09259, *RTD com.* 2001. 953

⁹¹² CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 2 avr. 1997, *Lesage c. Agent judiciaire du Trésor* ; Cass. com., 5 oct. 1999, n°97-17.090.

⁹¹³ Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-11.366.

⁹¹⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 651.

⁹¹⁵ *Ibid.*

⁹¹⁶ Exemples jurisprudentiels où un tel motif était invoqué par le mis en cause et a été rejeté par l'AMF : pour des besoins de liquidité ou de trésorerie (AMF, comm. sanct., 1^{er} mars 2007, SAN-2007-12 ; AMF, comm. sanct., 25 octobre 2007, SAN-2008-05 ; CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 15 mai 2008, n°2007/09505 ; CA Paris, 30 janvier 2014, n° 12/16612), pour des besoins de fonds pour souscrire à une augmentation de capital (Cass. com., 23 mars 2010, n° 09-11.366), pour l'absence de volonté spéculative (CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 15 mai 2008, n° 07/09505 ; CA Paris, p. 7, ch. 7, 30 mars 2010 n°09/13348), la poursuite d'une stratégie d'investissement (AMF, comm. sanct., 29 mars 2007, SAN-2007-13), l'opération réalisée pour rembourser des emprunts et des apports personnels effectués pour soutenir le développement de la société (AMF, comm. sanct., 4 octobre 2007, SAN-2007-30), la situation d'endettement (AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN-2019-03), la situation anormale sur le marché du titre (AMF, comm. sanct., 4 déc. 2008, SAN-2009-11)...V. pour plus de jurisprudence : AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 258 et s.

responsabilité aura été majoritairement retenue suite à l'application d'un panel de présomptions de culpabilité auxquelles le mis en cause se sera vu soumis. Le nombre particulièrement limité de faits justificatifs et la difficulté particulièrement ardue de les caractériser ne permet donc pas d'assurer une protection efficace de la présomption d'innocence du mis en cause, qui aurait pourtant pu se matérialiser au stade probatoire de l'élimination de la responsabilité. Ce fait justificatif de motif impérieux est de plus d'autant plus critiquable dans la mesure où il intervient comme seul motif permettant de renverser la présomption d'utilisation induite de l'information privilégiée ou de conscience du caractère privilégiée de l'information, alors même qu'il n'aurait dû s'appliquer qu'au stade probatoire de l'élimination de la responsabilité.

Toutefois, il existe également un fait exonératoire de responsabilité pour l'émetteur, personne morale, en cas de manquement d'initié commis par une personne physique pour son compte. En effet, si un manquement est commis à l'insu de sa direction et en violation de ses directives, l'émetteur concerné peut être exonéré s'il démontre avoir tout mis en œuvre pour éviter que ses dirigeants et préposés commettent le manquement⁹¹⁷. Le fait exonératoire n'est néanmoins pas aisé à caractériser. La délimitation de la condition « *tout mis en œuvre* » reste peu claire et n'a par ailleurs jamais été encore retenue en cas de manquement commis par les dirigeants de la personne morale, dans la mesure où ils « *incarne(nt) celle-ci* »⁹¹⁸. Les limites de cette exonération et de son efficacité au regard de la présomption d'innocence sont donc bien réelles et se retrouvent également au sein des manipulations de marché.

B. Les faits justificatifs propres aux manipulations de marché

Il convient de distinguer au sein des manipulations de marché les infractions de diffusion d'information fautive ou trompeuse et celles de manipulation de cours.

En ce qui concerne l'infraction de diffusion d'information fautive ou trompeuse, le dirigeant peut échapper à toute responsabilité en démontrant que des circonstances particulières l'ont privé de l'exercice de sa fonction et, ainsi, l'ont empêché d'avoir connaissance du caractère fallacieux de l'information diffusée⁹¹⁹. Cela est notamment le cas dans l'hypothèse où un autre dirigeant ou salarié aurait falsifié les comptes pour dissimuler des malversations ou gonfler artificiellement les résultats de la société⁹²⁰. Pour certains auteurs, cette situation se matérialiserait également si le dirigeant attestait qu'il avait effectué les diligences nécessaires⁹²¹. Toutefois cela semble peu probable puisque ce fait justificatif se retrouve de façon similaire à l'égard du renversement de la présomption de l'élément intentionnel du manquement. Or, comme vu précédemment, le renversement d'une telle présomption par le dirigeant ou l'émetteur ne peut se caractériser que dans la situation où le dirigeant a été privé, par des circonstances particulières, de l'exercice total ou partiel de ses fonctions⁹²². Il a bien été précisé par la jurisprudence que le dirigeant ne peut invoquer que des éléments de faits qui sont

⁹¹⁷ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 277. V. aussi : CE, sect. du contentieux, 6 juin 2008, n°299203 ; CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 24 avr. 2012, n°338786 et m'article 9. 1 du Règlement MAR.

⁹¹⁸ Cass. com., 19 déc., 2006, n°05-18.333. Selon D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 277, cela « traduirait la carence organisationnelle de la personne morale elle-même. »

⁹¹⁹ CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 27 mai 2008, n°2007/11863 ; AMF, comm. sanct., 16 juill. 2014, SAN-1014-15.

⁹²⁰ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.380.

⁹²¹ *Ibid.*

⁹²² AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, SAN-2018-06 ; AMF, comm. sanct., 5 juill. 2018, SAN-2018-08 ; AMF, comm. sanct., 18 juill. 2018, SAN-2018-10.

extérieurs à sa personne et qui aboutissent à une privation de ses pouvoirs sociaux⁹²³. Cela a notamment été rappelé la Cour d'appel dans un arrêt du 25 juin 2008 où elle a précisé qu'il ne suffit pas que le dirigeant « néglige (...) de s'intéresser à certains aspects de la gestion de la société pour faire valoir qu'il ne savait pas ou en tout cas ne devait pas savoir le caractère inexact ou trompeur des informations publiées sous sa responsabilité » dès lors qu'il ne démontre « aucune circonstance propre à justifier son ignorance prétendue de la fausseté des données »⁹²⁴. Ce fait justificatif, qui permet ainsi au dirigeant d'échapper à sa responsabilité, est donc particulièrement étroit pour le mis en cause.

Toutefois, il existe également un autre fait justificatif au sein du manquement administratif de diffusion d'information fautive ou trompeuse qui permet cette fois à l'émetteur de ne pas se voir imputer le manquement commis par son dirigeant. En effet, s'il importe peu que la déclaration ait été faite dans l'intérêt de la personne morale⁹²⁵, l'émetteur peut toutefois s'exonérer s'il prouve que son dirigeant l'a trompé⁹²⁶. Tel avait été le cas pour une situation de détournement de fonds⁹²⁷.

Toutefois, en ce qui concerne la manipulation de cours, les faits justificatifs à la disposition du mis en cause bénéficient d'un appui textuel puisque l'article 13 du Règlement MAR auquel renvoie également l'article L465-3-1 du CMF prévoit que toute personne à qui est reprochée la commission d'une manipulation de cours, peut s'exonérer en démontrant que son comportement était conforme aux pratiques de marché admises. Il s'agit bien d'un fait justificatif et non pas d'un moyen permettant de combattre l'éventuel présomption d'intention manipulatoire, comme le rappelle le Professeur F. Drummond⁹²⁸. Ces pratiques de marché admises sont des procédures qui ont un impact positif sur la liquidité et le fonctionnement du marché et qui sont donc utiles tant à l'émetteur qu'aux investisseurs.

L'AMF avait admis à ce titre les contrats de liquidités et l'acquisition d'actions propres aux fins de conversation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opération de croissance externe⁹²⁹. Depuis l'entrée en vigueur du Règlement MAR et son article 13, seuls les contrats de liquidité sur action remplissent les conditions nécessaires. Ils sont donc toujours reconnus comme tels par l'AMF⁹³⁰. Il s'agit de contrats conclus entre l'émetteur ou l'établissement de crédit afin d'animer le marché du titre ; ils permettent à l'intermédiaire « d'effectuer des achats et ventes d'actions, de manière indépendante par rapport à l'émetteur, afin d'améliorer la liquidité et la régularité des cotations journalières »⁹³¹. La pratique de marché doit répondre à certaines conditions

⁹²³ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 396.

⁹²⁴ *Ibid.*, p.398.

⁹²⁵ CA Paris, 1^{er} ch., sect., H, 27 mai 2008, n°2007/11863.

⁹²⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.396.

⁹²⁷ AMF, comm. sanct., 6 avr. 2006, SAN-2006-25.

⁹²⁸ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1006.

⁹²⁹ AMF, « Pratique de marché admise », décision de l'AMF du 22 mars 2005, n°2005-12. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/doctrine/fr/Pratique%20de%20marché%20admise/DOC-2005-12/2.3/Acquisition%20d%27actions%20propres%20aux%20fins%20de%20conservation%20et%20de%20remise%20ulterieure%20dans%20le%20cadre%20d%27operations%20de%20croissance%20externe.pdf>.

⁹³⁰ AMF, « Instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise », décision de l'AMF du 2 juillet 2018, n° 2018-01. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/2020-02/decision-contrats-de-liquidite-v2.pdf>. Cette décision est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019 et a été réactualisée en 2021 suite à un communiqué du 23 juin 2021. Elle est entrée en vigueur à compter du 1^{er} juillet 2021 (AMF, « Renouveau de l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise », décision du 22 juin 2021, n°2021-01. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-06/decision-amp-cl_0.pdf.)

⁹³¹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1007.

afin de pouvoir bénéficier de l'exemption, qui limitent le volume d'intervention en cours de journée, le prix des ordres présentés au marché et les ressources allouées par l'émetteur au contrat de liquidité. De plus, le comportement de la personne mise en cause doit répondre à des raisons légitimes⁹³². Ce fait justificatif est particulièrement utile pour le mis en cause dans la mesure où, s'il répond aux conditions posées par le Règlement et argue de raisons légitimes à son comportement, il ne pourra pas voir sa responsabilité engagée. De plus, ces pratiques sont particulièrement répandues en France car plus de 400 sociétés ont conclu un contrat de liquidité sur leurs titres⁹³³. Cette pratique est ainsi perçue comme essentielle au bon fonctionnement du marché et permet également de concilier cet objectif avec le respect de la présomption d'innocence du mis en cause. Il y a donc une certaine sécurité juridique et un certain compromis qui peuvent être relevés dans cette situation.

Plus encore, au sein des pratiques de marché admises prévues par l'article 13 du Règlement, les programmes de rachat et les opérations de stabilisation⁹³⁴ sont également placés hors du champ de la répression des manipulations de cours et bénéficient d'une présomption irréfragable de légitimité. Elles sont visées par l'article 5 du Règlement MAR. D'un côté, le rachat d'action fait référence au rachat par un émetteur de ses propres titres et est irréfragablement présumé comme légitime s'il répond aux conditions de l'article 5. Il incombe notamment que le titre acquis ne puisse être réaffecté par la suite à un autre objectif que celui qui avait été indiqué initialement. De même, l'émetteur ne peut céder des actions propres pendant la durée du programme de rachat ni intervenir sur ses titres durant la période de « *fenêtre négative* »⁹³⁵. De l'autre côté, la stabilisation renvoie, elle, à une « *opération réalisée généralement dans le cadre d'une émission d'instruments financiers par l'émetteur ou par le syndicat de placement afin d'éviter une baisse du cours (mais non de favoriser une hausse qui serait artificielle) pendant cette période sensible* »⁹³⁶. Ces pratiques sont ainsi présumées légitimes dans la mesure où leur effet bénéfique sur le marché peut également être caractérisé, tel que le renforcement de l'actionnariat salarial, le paiement des porteurs de titres convertibles ou encore le renforcement de la confiance des investisseurs qui craignent la baisse du cours de leur titre. Ces présomptions permettent ainsi d'assurer un respect parfait avec la présomption d'innocence du mis en cause dans la mesure où cette dernière devient irréfragable dès lors que les pratiques remplissent les conditions fixées.

Toutefois, il est important de préciser que ces faits exonérateurs et présomptions irréfragables de légitimité ne valent que pour la manipulation de cours par indications fausses ou trompeuses ou par fixation du prix mais non pas pour celle par recours à des procédés fictifs ou autre forme de tromperie ou d'artifice. Cette dernière ne peut en effet bénéficier de faits justificatifs car, par sa nature même, elle ne peut jamais être justifiée par des raisons légitimes ni être considérée comme bénéfique pour le marché et son bon fonctionnement.

Ainsi, bien qu'il existe quelques faits justificatifs au sein des abus de marché qui peuvent être invoqués par le mis en cause afin de s'exonérer de toute responsabilité, leur simple existence ne permet pas pour autant d'assurer une conciliation parfaitement équitable entre la présomption d'innocence du mis en cause et la répression efficace des abus de marché.

⁹³² *Ibid* ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 464.

⁹³³ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 1007.

⁹³⁴ *Ibid*, p. 1008 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 467.

⁹³⁵ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 466.

⁹³⁶ *Ibid*, p. 468.

§2. La faiblesse des moyens à la disposition de la personne mise en cause

En effet, si l'ensemble des faits justificatifs relevés sont à la disposition du mis en cause, il n'en reste pas moins que la charge de la preuve de ces faits justificatifs pèse sur ce dernier. Il lui appartient en effet d'apporter les éléments qui caractérisent ces faits et convaincre le juge ou le régulateur de leur établissement. Une telle situation au regard de la charge de la preuve pourrait être critiquée si l'on considère qu'il appartient normalement au juge de prouver les éléments négatifs des infractions en cause. En effet, la présomption d'innocence implique qu'en principe, la charge de la preuve pèse sur l'accusation. Or, la Cour de cassation a pu affirmer que « *la partie poursuivante doit établir tous les éléments constitutifs de l'infraction et l'absence de tous les éléments susceptibles de la faire disparaître* »⁹³⁷. Cette formulation met ainsi à la charge de l'accusation l'intégralité de la preuve à savoir, ses éléments positifs (existence de l'infraction, de la culpabilité et de la responsabilité de la personne poursuivie) et ses éléments négatifs (fait justificatif, cause d'irresponsabilité...)⁹³⁸. Les faits justificatifs susmentionnés entrent ainsi dans la seconde catégorie. Ils mériteraient selon cette formule d'être prouvés par l'autorité poursuivante afin que soit respectée la présomption d'innocence du mis en cause. Un auteur relève qu'à la différence du droit civil de la preuve où il incombe au demandeur d'établir ce qu'il prétend et au défendeur qui invoque un moyen de défense de le prouver⁹³⁹, une telle situation ne s'applique pas nécessairement en droit pénal au regard de la présomption d'innocence⁹⁴⁰. Il appartiendrait alors à l'autorité de poursuite de prouver tant l'existence d'éléments à charge que l'absence d'éléments à décharge.

Il existe néanmoins un débat doctrinal sur ce point. Tout d'abord, une partie de la doctrine considère que les règles de droit civil constituent un droit commun de la preuve juridictionnelle qui doit donc être respectée au sein de l'ensemble des branches du droit. Il incomberait ainsi à la partie poursuivie de démontrer que sa responsabilité ne peut être engagée en raison d'un fait justificatif, dès lors que l'autorité de poursuite aurait établi la participation de celle-ci à l'infraction⁹⁴¹. Pour d'autres néanmoins, il y aurait une autonomie complète de la preuve pénale. La présomption d'innocence ferait obstacle à ce que la personne poursuivie ait à prouver quoique ce soit et il appartiendrait à l'autorité de poursuite de prendre l'initiative et de démontrer à la fois les éléments constitutifs de l'infraction, mais aussi les éléments négatifs permettant d'échapper à la responsabilité⁹⁴². Enfin, une autre partie de la doctrine préconise plutôt de faire une distinction entre charge de la preuve et charge de l'allégation. Il n'appartiendrait alors pas à l'autorité de poursuite d'invoquer les faits justificatifs et les éléments

⁹³⁷ Crim 24 mars 1949, Bull. crim. n°114.

⁹³⁸ M.-L. RASSAT, *op. cit.*, p. 251 et 252.

⁹³⁹ Adages latins selon lesquels : *actori incumbit probatio* et *reus in excipiendo fit actor*. V. aussi article 1353 du Code Civil.

⁹⁴⁰ M.-L. RASSAT, *op. cit.*, p. 251 et 252.

⁹⁴¹ R. MERLE et A. VITU, « Traité de droit criminel », v° « Procédure pénale », t.2, *Cujas* 5^e éd., 2000, p. 185 ; R. GARRAUD, « Traité théorique et pratique du droit pénal français », t. 1, *Librairie du Recueil Sirey*, 1913, n° 312 ; R. DONNEDIEU DE VABRES, « Traité élémentaire de droit criminel et de législation pénale comparée », *Librairie du Recueil Sirey* 2^e éd., Paris, 1947, p. 1239.

⁹⁴² G. VIDAL, « Cours de droit criminel et de science pénitentiaire », t. 2, *librairie nouvelle de droit et de jurisprudence*, Paris, 1901, n° 716 ; G. STEFANI et G. LEVASSEUR, « Procédure pénale », *Précis Dalloz* 2^e éd., Paris, 1962, p. 276.

négatifs de l'infraction. Mais si un tel élément était allégué avec suffisamment de vraisemblance par la personne poursuivie, celle-ci n'aurait alors pas à démontrer le fait exceptionnel qu'elle invoque⁹⁴³.

Toutefois, s'il existe des exceptions légales à une telle affirmation⁹⁴⁴, c'est surtout la jurisprudence qui a décidé de ne pas respecter le principe qu'elle avait pourtant établi. Même si elle ne semble pas avoir adopté une position expresse et de principe quant à l'ensemble des faits justificatifs⁹⁴⁵, elle considère en pratique qu'il appartient à la personne poursuivie d'invoquer et de démontrer que la responsabilité pénale ne peut être admise en raison de l'existence d'une cause de justification⁹⁴⁶. Un tel constat a pu être matérialisé dans plusieurs de ses arrêts, où elle a précisé dans sa motivation « *qu'il incombe (ait) au prévenu d'établir le bien-fondé d'une exception qu'il soulevait pour faire échec aux poursuites* »⁹⁴⁷.

Que ce soit pour la preuve de la contrainte⁹⁴⁸, de la légitime défense⁹⁴⁹ ou encore des situations de faits de nature à faire disparaître un élément constitutif de l'infraction⁹⁵⁰, une telle situation s'applique de façon similaire pour les faits justificatifs au sein des abus de marché. Cela se retrouve en effet tout particulièrement dans les formules de l'AMF envers la présomption d'utilisation induite de l'information privilégiée qui précisent que le mis en cause « *ne justifie d'aucune circonstance impérieuse de nature à justifier son comportement* »⁹⁵¹ ou encore que le mis en cause « *n'a (...) justifié d'aucune circonstances impérieuses susceptible de l'exonérer de sa responsabilité* »⁹⁵² et, plus récemment, que les arguments avancés par le mis en cause pour renverser la présomption sont inopérants dès lors « *qu'il n'est pas démontré, ni même allégué, qu'il lui était impossible de s'abstenir de procéder aux transactions litigieuses* »⁹⁵³. Cette charge de la preuve qui pèse sur le mis en cause est donc explicitement affirmée et se retrouve notamment au sein des principes directeurs publiés par l'AMF⁹⁵⁴ ainsi qu'au regard des déclarations de Madame l'Avocat général Marie-Charlotte Piniot à propos du délit d'initié : « *dès lors que le principe est l'abstention, et la réalisation de l'opération une dérogation à ce principe, il revient à l'initié interne d'établir le fait justificatif qui justifie la violation de cette obligation d'abstention et non à l'autorité poursuivante d'établir le mobile illégitime de l'opération* »⁹⁵⁵.

Ainsi, il est possible de constater que les moyens à la disposition du mis en cause pour éliminer sa responsabilité ne sont que d'une faible utilité pour assurer un respect effectif de sa présomption d'innocence face aux présomptions de culpabilité édictées. En effet il lui appartient tout d'abord d'invoquer l'existence d'un fait justificatif applicable à la situation, dont la quantité à sa disposition est particulièrement limitée au sein des abus de marché, mais aussi de prouver l'existence de ce fait au

⁹⁴³ Cité par M.-L. RASSAT, *op. cit.*, p. 252. Cette dernière n'est néanmoins pas de cet avis au regard des faits justificatifs. Elle retient qu'il appartient à l'autorité de poursuite à cet égard de vérifier « spontanément leur existence ou leur non-existence et, en cas de doute, (faire) la preuve de l'inexistence de ceux-ci, s'il désire poursuivre ».

⁹⁴⁴ V. Entres autres : article 113-9 et 122-6 du Code pénal.

⁹⁴⁵ M.-L. RASSAT, *op. cit.*, p. 252.

⁹⁴⁶ B. BOULOC, « Présomption d'innocence et droit pénal des affaires », v° Doctrine, *Sommaire du n°3-1995*, p. 471.

⁹⁴⁷ Cass. crim., 28 févr. 1990, Bull. crim. 99 ; Cass. crim., 11 mars 1991, Bull. crim. 117.

⁹⁴⁸ Cass. crim., 29 déc. 1949.

⁹⁴⁹ Cass. crim., 22 mai 1959, B. crim. 268 ; Cass. crim., 6 janv 1966 ; Cass. crim., 20 déc. 1983, B. crim. 350.

⁹⁵⁰ Crim. 28 fév. 1990, B. 99

⁹⁵¹ AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, SAN-2013-05.

⁹⁵² AMF, comm. sanct., 22 oct. 2012, SAN-2012-17.

⁹⁵³ AMF, comm. sanct., 29 déc. 2021, SAN-2022-01.

⁹⁵⁴ AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023, p. 258.

⁹⁵⁵ M.- C. PINIOT, concl. ss. Cass. com., 9 avr. 1996, n° 94- 11.323, *Haddad c. Agent Judiciaire du Trésor*, RJD n° 5/ 1996, n° 23, p. 442.

sein d'une situation probatoire où la jurisprudence est particulièrement rigoureuse et exigeante. Cette situation ne permet donc pas d'arriver à une conciliation adéquate entre répression efficace des abus de marché et respect effectif de la présomption d'innocence des personnes suspectées. De plus, les autres moyens à la disposition du mis en cause pour neutraliser ou renverser les présomptions de culpabilité édictées au sein des abus de marché sont encore largement insuffisants pour combattre efficacement ces dernières. En effet, la grande majorité des abus de marché est réprimée devant l'AMF, qui ne permet pas, comme le juge pénal, d'apporter simplement la preuve contraire pour combattre la présomption édictée. Le caractère quasi irréfragable ou irréfragable de certaines présomptions impose donc de s'interroger sur les évolutions qui pourraient être préconisées afin de permettre le « *retour en grâce* »⁹⁵⁶ de la présomption d'innocence.

CHAPITRE 2 : LES MOYENS PROSPECTIFS

Ainsi, pour assurer un respect effectif de la présomption d'innocence au sein de la répression des abus de marché, il convient de s'attarder tant sur la phase préliminaire à la mise en cause devant l'AMF (**section 1**), qu'à la phase de raisonnement probatoire des deux autorités, à la fois judiciaire et administrative (**section 2**).

SECTION 1 : La pertinence d'une évolution au stade de l'enquête

Une évolution serait en effet bienvenue, avant toute mise en cause de la personne soupçonnée, afin de prémunir l'établissement de lourdes présomptions qui sont toujours très difficiles à écarter. Cette garantie pourrait s'appliquer tant à l'égard du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination (**§1**) qu'à l'égard de la possibilité pour le mis en cause de contester ultérieurement la manière dont les preuves ont été retenues (**§2**).

§1. Au regard du droit au silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination

Le renforcement de la protection du droit de garder le silence se matérialise à travers la nécessité d'assurer son application pratique (**A**) et à travers son contrôle ultérieur (**B**).

A. Par le renforcement de son champ d'application

Le renforcement de l'effectivité du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination au stade de l'enquête est en effet primordiale pour la personne suspectée et participe, on le rappelle, au respect effectif de la présomption d'innocence. L'évolution première qui puisse venir à l'esprit serait d'étendre ce droit à l'égard des personnes morales et non pas aux seules personnes physiques comme l'arrêt DB c. Consob de la CJUE le distingue pourtant⁹⁵⁷. En effet, si les personnes morales bénéficient bien d'un droit au silence, comme a pu le relever la CJCE dans son arrêt

⁹⁵⁶ Formule employée par H. MATSOPOULOU, « Le retour en grâce de l'intérêt personnel dans l'abus de biens sociaux », *D.* 2005. 2075.

⁹⁵⁷ CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19.

Orkem⁹⁵⁸, ces derniers ne bénéficient pas d'une étendue similaire à celui des personnes physiques. Cela se justifie par le fait qu'un tel droit « *irait au-delà de ce qui est nécessaire pour préserver les droits de la défense des entreprises et constituerait une entrave injustifiée à l'accomplissement, par la Commission, de la mission de veiller au respect des règles de concurrence dans le marché commun* »⁹⁵⁹. C'est notamment au regard du droit de la concurrence que la jurisprudence européenne a eu à se prononcer et a pu retenir qu'il ne convenait pas de consacrer « *l'existence d'un principe général de droit communautaire consacrant le droit de ne pas témoigner contre soi-même au profit des personnes morales et dans le domaine des infractions de nature économique, notamment en matière de concurrence* »⁹⁶⁰. L'arrêt *DB c. Consob* précité ressort particulièrement cette différence d'application et la matérialise en rappelant que l'arrêt « *n'est pas de nature à remettre en cause la jurisprudence de la Cour relative aux règles de l'Union en matière de concurrence, dont il ressort, en substance, que, dans le cadre d'une procédure tendant à l'établissement d'une infraction à ces règles, l'entreprise concernée peut être contrainte de fournir tous les renseignements nécessaires portant sur des faits dont elle peut avoir connaissance et de communiquer, au besoin, les documents y afférents qui sont en sa possession, même si ceux-ci peuvent servir à établir, notamment à son égard, l'existence d'un comportement anticoncurrentiel* »⁹⁶¹. Une exigence de collaboration plus soutenue est en effet requise à leur égard, les personnes morales ne bénéficieraient du droit de garder le silence que si dans le cas contraire, cela reviendrait en l'espèce à reconnaître l'existence même d'un abus de marché⁹⁶².

Toutefois, l'arrêt *Otto BV* concernait le droit de la concurrence. L'arrêt *DB c. Consob* mentionne, lui aussi, plusieurs fois le terme « *entreprise* » qui se réfère plus spécifiquement au droit de la concurrence. Il est donc possible d'émettre un doute sur la portée que la CJUE a entendu donner à ce terme et si, effectivement, les personnes morales dans leur totalité (et donc l'émetteur au regard des abus de marché), sont également concernées⁹⁶³ ; La protection de la personne morale au regard du droit de garder le silence ne dépendrait alors pas de sa qualité mais de l'objet de la procédure concernée⁹⁶⁴. Toutefois rien n'est moins certain et il n'existe pas, en l'état, d'arguments solides qui permettraient de soutenir une telle considération, et ce d'autant plus que l'arrêt *DB c. Consob* relève à chaque fois précisément le terme « *personne physique* » et une telle conception ne correspondrait pas à la tendance répressive des autorités répressives des abus de marché et notamment de l'AMF. Dès lors, il conviendrait d'étendre la protection du droit de garder le silence accordé aux personnes physiques, aux personnes morales de façon claire et précise. Comme le relève N. Ida, si une telle conception restrictive du droit de garder le silence en droit de la concurrence peut se concevoir, c'est parce qu'il

⁹⁵⁸ CJCE, 18 oct. 1989, *Orkem c. Commission*, aff. C-374/ 87, §34. Egalement soulevé : CJCE, 29 juin 2006, *Commission c. SGL Carbon*, aff. C-301/04, §41 ; CJCE, 25 janv. 2007, *Dalmine c. Commission*, aff. C- 407/04, §34.

⁹⁵⁹ Trib. UE, 20 févr. 2001, *Mannesmannröhren- Werke c. Commission*, aff. T- 112/ 98, §66 ; Trib. UE, 29 avr. 2004, *Tokai Carbon et a. c. Commission*, aff. T-236/01, T-239/01, T-244/01 à T-246/01, T-251/01 et T-252/01, §402 ; Trib. UE., 9 avr. 2019, *Qualcomm c. Commission*, aff. T- 371/ 17, §181.

⁹⁶⁰ CJCE, 10 nov. 1993, *Otto BV c. Postbank NV*, aff. C- 60/ 92, §11.

⁹⁶¹ CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, C-481/19.

⁹⁶² H. LE NABASQUE, « Le droit au silence », *RDBF* mai-juin 2021, n°3, repère 3.

⁹⁶³ En ce sens, V. notamment A. SOTIROPOULOU, « Le droit au silence des personnes physiques soumises à une enquête administrative pour manquement d'initié », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19, *BJB* sept. 2021, n°200g8, p. 17 ; M. LASSALLE, obs. ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CNOSOB*, aff. C-481/19, *AJDP* 2021. 213.

⁹⁶⁴ A. SOTIROPOULOU, « Le droit au silence des personnes physiques soumises à une enquête administrative pour manquement d'initié », note ss. CJUE, 2 févr. 2021, *DB c. CONSOB*, aff. C-481/19, *BJB* sept. 2021, n°200g8, p. 17.

existe un texte législatif qui l'y oblige⁹⁶⁵. Or un tel texte ne se retrouve pas de manière similaire au sein des abus de marché. A l'appui, il est possible de souligner que la Charte DUE ne fait aucune différence, tout comme la CEDH, au regard de la qualité de la personne en cause, qui est tant « *toute personne* », que « *tout accusé* », ou « *toute personne suspectée ou poursuivie* » au regard de l'article préliminaire du CPP.

Néanmoins, il pourrait être argué qu'un tel niveau de protection n'a pas été accordé à la personne morale dans la mesure où celle-ci ne peut s'exprimer qu'au travers de son représentant, une personne physique. Alors, l'on verrait mal la nécessité et l'utilité que la personne morale bénéficie d'un niveau de protection similaire à celui de la personne physique. Toutefois, un tel argument peut être écarté dans la mesure où ces dernières font tout autant l'objet de sanction que les personnes physiques au regard des abus de marché qui sont, par ailleurs, plus sévères. Ces responsabilités sont donc bien dissociées, tout comme les sanctions qui lui sont imposées. De plus, comme on a pu le relever, des présomptions existent également au stade de l'établissement de la responsabilité entre le dirigeant de la personne morale et cette dernière. Enfin, cette dissociation est d'autant plus importante que l'on connaît rarement qui sera poursuivi avant la notification des griefs ou la mise en mouvement de l'action publique, entre la personne morale et la personne physique⁹⁶⁶. Ces considérations semblent donc bien justifier qu'une protection similaire devrait être accordée à la personne morale en ce qui concerne le droit de garder le silence afin d'assurer une protection effective analogue à leur égard et permettre ainsi, tant à l'émetteur qu'à son dirigeant ou aux personnes qui la composent, de se prémunir de façon effective contre les présomptions de culpabilité qui seront ultérieurement édictées.

Toutefois, une telle évolution dans la protection accordée au droit de garder le silence ne devrait pas s'en arrêter là et pourrait également être étendue à d'autres égards. En effet, pour que le respect du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination soit réellement efficace, ce dernier devrait être notifié, comme cela est par ailleurs le cas devant le juge en procédure pénale, comme souligné en introduction et comme le rappellent notamment certains articles du CPP⁹⁶⁷. Or, une telle notification n'existe pas et n'est pas exigée de la part de l'AMF en cas d'enquête pour abus de marché. Une telle évolution est d'autant plus recommandée qu'il existe une certaine asymétrie d'information entre l'AMF et les personnes suspectées. La Charte de l'enquête de l'AMF rappelle en effet le manquement d'entrave et le délit d'entrave, le fait que les obstacles des personnes suspectées lors de l'enquête sont établis dans le rapport d'enquête, et que le droit au silence ne saurait justifier tout défaut de coopération avec les autorités compétentes. Toutefois, cette dernière ne rappelle pas expressément et de façon affirmative que les personnes suspectées bénéficient bel et bien de ce droit ni l'étendue précise de ce dernier. Le rappel des sanctions en cas de non coopération renforce également le manque de protection effective de ce droit. Or, « *le premier des droits de la défense est sans doute d'être informée de l'existence de l'existence de ces droits* »⁹⁶⁸. Une grande partie de la doctrine soutient d'autant plus qu'une telle notification doit être effectuée⁹⁶⁹. La simple notification à la personne physique, au dirigeant, bénéficierait de plus automatiquement à la personne morale comme il

⁹⁶⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 128. V. aussi : Règl (CE) n°1/2003 Cons., 16 déc. 2002, relatif à la mise en œuvre des règles de concurrence prévue aux articles 81 et 82 du traité, considérant 23.

⁹⁶⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 130.

⁹⁶⁷ V. Note 58. V. aussi : article 63-1 du CPP par exemple au regard de la garde à vue.

⁹⁶⁸ J.- B. THIERRY, « L'information des droits de la défense dans le procès pénal », dans D. GIBIRILA, « L'information en droit privé », *LPA* 30 avr. 2019, n° 86, p. 17.

⁹⁶⁹ V. notamment, N. IDA, *op. cit.*, p. 155 mentionnant notamment F. DRUMMOND, J.-J. DAIGRE, M. GOLDBERG-DARMON, N. ROTONCHEVSKY, R. VABRE et A.-C. ROUAUD.

a été souligné en introduction. Cela montre donc que la mise en place d'un tel mécanisme ne serait pas excessive pour l'AMF ni ne contreviendrait de façon démesurée à l'efficacité de son enquête. Un tel rappel de ce droit, avant une audition ou une demande d'information, pourrait se matérialiser par une notification volontaire, par une insertion dans un texte de droit mou telle que la Charte d'enquête ou bien, pour plus d'efficacité, être imposé dans un texte de droit dur⁹⁷⁰.

Au surplus, le droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination pourrait gagner en efficacité par un rappel de ses implications, en plus de cette notification. En effet, ce dernier peut, en principe, être invoqué pour tout motif légitime de ne pas coopérer, et ne peut être sanctionné qu'en cas d'obstruction sans raison valable⁹⁷¹. Un tel rappel permettrait aux personnes suspectées de connaître précisément l'étendue de leur droit et éviter ainsi tout effet négatif ultérieur que pourrait amener ce refus de coopérer au stade de l'évolution de l'enquête et de la poursuite de l'AMF.

Ce rappel pourrait également être retenu auprès du PNF, bien que les enquêtes devant ce dernier fassent l'objet de moins de contentieux puisqu'elles sont moins contraignantes et autoritaires en comparaison avec celles de l'AMF. Une telle précision permettrait aux personnes suspectées de délimiter plus précisément le risque de délit ou de manquement d'entrave⁹⁷² qui pourrait peser sur elles. Cela permettrait par ailleurs de donner plus de légitimité au refus de coopérer allégué par la personne suspectée et assurer ainsi une meilleure efficacité et sécurité juridique en faveur de la personne suspectée. En effet, il est souvent pris à titre d'indice conséquent de culpabilité le refus de coopérer, voire ce dernier peut amener l'AMF à continuer son enquête et à la centrer scrupuleusement sur la personne suspectée⁹⁷³. Or, comme le rappelle la CEDH, « *la possibilité de tirer des conclusions défavorables à l'accusé du fait qu'il ne répond pas aux questions de la police doit être limitée* »⁹⁷⁴. Comme le souligne notamment N. IDA, un tel indice de culpabilité ne devrait dès lors être retenu que si « *cet indice est corroboré par d'autres éléments à charge, et que les inférences tirées de ce silence soient de bon sens* »⁹⁷⁵.

Enfin, le renforcement de l'efficacité du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination pourrait également être renforcé au niveau de l'AMF par la prise en compte des actes positifs de la personne suspectée pour coopérer. En effet, si le manque de coopération est mentionné dans le rapport des enquêteurs à l'issue de l'enquête et comme le rappelle la Charte d'enquête de l'AMF, la coopération, elle, ne l'est pas nécessairement. Aucun texte n'impose en effet aux agents de l'AMF de mentionner « *le degré de coopération des personnes concernées* »⁹⁷⁶. Les seules fois où cette coopération a été mentionnée, elle n'a été que de façon très succincte, ce qui ne permet donc pas à la Commission des sanctions d'en tirer toutes les conséquences⁹⁷⁷. Le président de la deuxième

⁹⁷⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 156.

⁹⁷¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 156 et 157 ; B. BOULOC, « Les infractions d'opposition aux fonctions au regard des droits fondamentaux », *RLC* 2013/35, n° 2292 ; N. RONTCHEVSKY, « Le délit d'obstacle et le manquement d'entrave aux enquêtes de l'Autorité des marchés financiers », dans C. MASCALA et H. MATSOPOULOU (dir.), « Le Lamy Droit pénal des affaires », *WKF*, 2019, n°2142 ; D. MARTIN, « La coopération forcée aux enquêtes de l'AMF est-elle euro compatible ? », *JCP G* 2013, doct. 1226.

⁹⁷² Dans l'attente d'un changement législatif, les deux s'appliquent encore en droit positif comme vu au sein de la partie I, chapitre 1, section 1, §1, 2, a).

⁹⁷³ P.- H. CONAC, « AMF : Pouvoirs », *Etude Joly Bourse*, n°EA060, oct 2013.

⁹⁷⁴ CEDH, 6 juin 2000, *Averill c. Royaume- Uni*, n° 36408/ 97, §49.

⁹⁷⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 160 citant notamment D. ROETS comme soutenant la même affirmation.

⁹⁷⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 162.

⁹⁷⁷ AMF, comm. sanct., 13 déc. 2017, SAN- 2017- 12 ; AMF, comm. sanct., 14 déc. 2017, SAN- 2017- 11 ; AMF, comm. sanct., 18 déc. 2017, SAN- 2017- 13.

section de la Commission des sanctions de l'AMF a lui-même reconnu que cela entraînait une « *dissymétrie* » entre l'AMF et la personne suspectée qui était regrettable⁹⁷⁸.

Ainsi, une telle protection en amont, qui peut se matérialiser à travers une évolution sur plusieurs plans, permettrait de prémunir plus efficacement l'utilisation ultérieure de présomptions. En effet les présomptions de fait fondées sur le recours à la méthode du faisceau d'indices reposent notamment sur les faits et preuves matérielles ou immatérielles qui ont pu être relevés lors de l'enquête. Toutefois, la protection de la présomption d'innocence et du droit de garder le silence pourrait également se matérialiser par un renforcement du contrôle opéré par des entités indépendantes de l'autorité de poursuite.

B. Par le renforcement de son contrôle

En effet, la prémunition contre les présomptions de culpabilité ultérieures édictées par les autorités de poursuite pourrait être assurée par la création d'une entité ad hoc ou par l'intervention d'une personne indépendante, dès le stade de l'enquête. Il convient de centrer notre raisonnement sur les enquêtes devant l'AMF puisque, comme vu précédemment, ce sont celles qui font l'objet de plus de contentieux et qui font souvent l'objet de plus d'atteintes aux droits de la défense et à la protection de la présomption d'innocence de la personne suspectée. Une telle évolution du niveau de protection de la personne suspectée ne semble pas, au regard du droit positif, être requise auprès du PNF. Ainsi, il serait possible d'imaginer, à l'instar du droit de la concurrence⁹⁷⁹ dont la CJUE n'a cessé de faire des parallèles, l'intervention d'un contrôleur qui s'interposerait entre l'AMF et la personne suspectée. Ce dernier pourrait être une nouvelle autorité administrative indépendante qui serait créée afin de résoudre ces conflits, ou un contrôleur indépendant qui viendrait se prononcer sur le litige. Cela éviterait dès lors de retarder le contentieux relatif au non-respect du droit de garder le silence au niveau de la Commission des sanctions, jugé souvent comme non satisfaisant quant au respect des droits de la personne suspectée⁹⁸⁰. En effet, la situation actuelle ne permet pas aux enquêteurs de savoir si le refus de coopérer qui leur est opposé est justifié et quelles conséquences il faut en tirer.

Certains auteurs ont préconisé de créer un organe de la procédure « *offrant des garanties d'impartialité suffisantes et qui serait chargé de traiter les incidents qui pourraient émailler l'enquête afin d'assurer le respect des règles du procès équitable* »⁹⁸¹. Cet organe permettrait dès lors de vérifier le bien-fondé ou non de l'invocation du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination. Il pourrait même ainsi assurer l'existence du « *motif légitime* » ou de la « *raison valable* » dont on a pu soulever la pertinence de sa création. L'étendue du pouvoir accordé à cet organe pourrait ensuite être multiple.

⁹⁷⁸ J. GAEREMYNCK, dans 11^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, 31 oct. 2018. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/colloques-et-conferences-de-lamf/11e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-videos-des-interventions-du-colloque>.

⁹⁷⁹ Par la présence du conseiller-auditeur qui traite des problèmes rencontrés avec la Commission européenne. V. notamment sur son rôle : déc. n° 2011/ 695/ UE du Président de la Comm., 13 oct. 2011, relative à la fonction et au mandat du conseiller-auditeur dans certaines procédures de concurrence. Disponible en ligne sur : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A32011D0695>.

⁹⁸⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 158.

⁹⁸¹ *Ibid.* Dans le même sens : D. MARTIN et M. FRANÇON, « La preuve des abus de marché », *RTDF* 2011, n° 3, p. 10.

Tout d'abord, ce dernier pourrait émettre de simples recommandations, non contraignantes, quant à la conclusion à retenir au regard de la situation en cause.

Dans un autre sens, il pourrait également émettre des avis contraignants, imposant dès lors aux enquêteurs de ne pas tenir compte du refus de coopérer dans leur appréciation des indices de culpabilité ainsi qu'en ce qui concerne le manquement et délit d'entrave.

Enfin, il pourrait être également prévu, qu'en cas de désaccord entre l'autorité de poursuite et l'avis de l'organe, l'intervention du juge soit nécessaire. Si une telle intervention judiciaire pouvait être considérée comme risquant de « *faire perdre à la procédure de répression des abus de marché la réactivité que lui a conféré le législateur en la confiant exclusivement à une autorité administrative* »⁹⁸², cette intervention aurait le mérite d'assurer une protection plus concrète et effective du respect de la présomption d'innocence.

Sans faire intervenir directement le juge, certains auteurs ont pu considérer qu'il conviendrait, pour cette tâche, d'élargir les attributions de l'actuel « *contrôleur des demandes de données de connexion* » déjà instauré au sein des abus de marché, ou bien de créer un contrôleur analogue⁹⁸³, c'est-à-dire choisi en alternance parmi les membres du Conseil d'Etat ou de la Cour de cassation⁹⁸⁴. Ce dernier bénéficierait en effet des garanties d'indépendance et d'impartialité exigées pour une telle appréciation sans pour autant instaurée une procédure lourde et longue au sien du processus d'enquête de l'AMF.

Enfin, indépendamment de l'intervention d'un organe au moment de l'enquête, il pourrait également être préconisé un contrôle juridictionnel renforcé et plus effectif en cas de contentieux relatifs au non-respect du droit de garder le silence ou de ne pas contribuer à sa propre incrimination. En effet, comme il a pu être démontré, les juridictions de recours ne font pas un contrôle approfondi de l'atteinte alléguée par le mis en cause et considèrent qu'une telle atteinte n'est pas matérialisée si elle a pu être surmontée durant les phases ultérieures de la procédure ou que la pièce litigieuse a été mise à l'écart ultérieurement dans la procédure. Comme il a été relevé, ce contrôle est insuffisant pour permettre un respect effectif de la présomption d'innocence et son application pleine et entière dès le stade de l'enquête. Le juge devrait être plus intransigeant au regard des atteintes qui ont été portées même si les pièces litigieuses ou propos tenus ont pu être écartés ou remédiés ultérieurement puisque cela joue sur la défense que prépare le mis en cause. Cette phase d'enquête est en effet d'une importance cruciale puisqu'elle détermine la mise en cause et l'utilisation ultérieure de présomptions de culpabilité. La réformation des moyens offerts au mis en cause pour contester les irrégularités au stade de cette phase devrait ainsi être également préconisée.

§2. Au regard de la contestation des irrégularités procédurales au stade de l'enquête

Le respect plus effectif de la présomption d'innocence pourrait également se matérialiser en amont par une inspection plus rigoureuse des irrégularités procédurales au sein de l'AMF. C'est en effet là encore, au sein de cette dernière que les irrégularités sont le plus souvent invoquées et le plus sujettes à discussion. Cette effectivité attendue pourrait ainsi se matérialiser tant par un renforcement de la

⁹⁸² D. MARTIN et M. FRANÇON, « La preuve des abus de marché », *RTDF* 2011, n° 3, p. 10.

⁹⁸³ N. IDA, *op. cit.*, p. 159.

⁹⁸⁴ Article L621-10-2 du CMF pour le contrôleur des demandes de données de connexion.

prise en compte de la personne suspectée au stade de l'enquête (A) que du contrôle de ces irrégularités (B) et de la possibilité d'engager la responsabilité du régulateur en conséquence (C).

A. Par le renforcement du rôle de la personne suspectée

Les irrégularités de l'enquête pourraient en effet être relativisées en conférant plus de crédit et plus d'ascendant à la personne suspectée face aux enquêteurs et à leur pouvoir. Cette marge de manœuvre pourrait se retrouver à la fois en élargissant la participation de la personne suspectée au sein du rapport d'enquête, mais aussi en permettant un débat devant la Commission des sanctions sur les pièces à décharge qui ont été écartées sans signalement ainsi que par l'instauration d'un principe d'inversement de la charge de la preuve pour la contestation des irrégularités.

Tout d'abord, la participation de la personne suspectée lors de l'enquête pourrait être revalorisée afin de faire contrepoids à la « *tendance (..) des agents de l'AMF d'enquêter à charge* »⁹⁸⁵. Cette façon d'enquêter accable d'autant plus le mis en cause que le rapporteur de l'AMF, chargé d'instruire l'affaire après la notification des griefs, se fonde généralement sur les seules pièces de l'enquête rapportées par les enquêteurs, faute de temps et de moyens à sa disposition⁹⁸⁶ et que seul ce dernier apprécie l'utilité ou non d'ordonner certaines mesures, ce qui n'est pas le cas en matière pénale où le mis en examen peut par exemple demander des actes au juge d'instruction⁹⁸⁷. La situation est donc quasiment figée dès le stade de l'enquête, or, comme il a déjà été dit, une évolution au stade de l'enquête vers un renforcement des droits du mis en cause apparaît comme primordiale afin de permettre à la personne mise en cause de se prémunir contre l'utilisation ultérieure de présomptions de culpabilité par l'AMF. L'utilisation de la méthode du faisceau d'indices mais aussi la présence de présomptions et culpabilité de droit ont pour effet « *d'orienter de façon décisive l'issue de la procédure répressive* »⁹⁸⁸ car il est « *extrêmement difficile de faire dévier de sa trajectoire un dossier d'enquête mal ficelé, surtout au sein d'organismes qui, institués dans le culte du cumul des fonctions (...), n'ont pas développé des services d'instruction puissants, susceptibles de se détacher véritablement du dossier d'enquête et de défaire ce qui a été conçu au stade de l'investigation* »⁹⁸⁹.

Ainsi, revaloriser la place et le poids de la personne suspectée lors de cette phase apparaît primordial. Pour un auteur, il, « *apparaît (donc) (...) indispensable que le mis en cause acquiert de nouveaux droits d'information et d'intervention permettant, face aux pouvoirs d'investigation de l'AMF, un accroissement de ses garanties fondamentales et de ses capacités de défense* »⁹⁹⁰. Il faudrait donc ainsi permettre, dès la phase d'enquête, un meilleur contradictoire et surtout, que les propos et les pièces à décharge de la personne suspectée soient pris en compte dans le rapport des enquêteurs, ce qui n'est pas le cas actuellement où la jurisprudence ne remet pas en cause cette pratique et sélection unilatérale

⁹⁸⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 301.

⁹⁸⁶ AMAFI, « *quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'autorité des marchés financiers ?* », 20 juill. 2009, n°28, p. 6. V. aussi : M. GOLDBERG- DARMON et A. PEZARD, note. ss. AMF, comm. sanct., 27 oct. 2014, *Stés Europacorp, X et Y, SAN- 2014- 20, Banque et Dr.* n° 161, mai- juin 2015, p. 5- 6.

⁹⁸⁷ Article 82-1 du CPP. Un recours est de plus ouvert devant le président de la chambre de l'instruction dans le cadre de l'article 186-1 du CP.

⁹⁸⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 301.

⁹⁸⁹ C. BROUELLE, « *Vers un droit commun de l'enquête administrative en matière répressive ?* » note ss. CE, 15 mai 2013, *Société Alternative Leaders France*, n°356054, *RJEP* 2013, comm. 49.

⁹⁹⁰ A. MAZZEI, « *Enquêtes de l'AMF et principe du contradictoire* », note. ss. Cass. com., 1er mars 2011, n° 09-71.252, *Lexbase Hebdo éd. Affaire*, 24 mars 2011, n° 244.

des pièces du dossier par l'AMF⁹⁹¹. Comme le soulève précisément un auteur « *le justiciable confronté à une éventuelle dissimulation par les enquêteurs d'un élément à décharge se trouve ainsi enserré dans une diabolique dialectique prétorienne, d'où il ne peut sortir que perdant : soit il n'a pu avoir accès à la pièce ou la preuve qui le disculpe et, incapable d'en prouver l'existence, inapte à en démontrer la portée sur le débat, il voit sa demande d'annulation rejetée, son moyen manquant en fait., soit il réussit à prendre connaissance de l'existence de cette preuve et peut en établir le contenu et la portée ; mais bénéficiant alors d'un débat désormais pleinement contradictoire, il ne peut plus arguer du grief d'avoir été privé d'un moyen de défense* »⁹⁹². Or, comme il a déjà été précisé, la Charte de l'enquête de l'AMF n'est qu'un acte de droit souple qui ne permet pas de contraindre et d'enserrer efficacement les actions des enquêteurs dans ce domaine. La Charte précise simplement qu'il faut que le dossier d'enquête « respecte un principe de transparence, en introduisant dans le dossier d'enquête un sommaire détaillé des pièces qui le composent »⁹⁹³. Or, si la Charte est déjà un acte de droit souple, cette formulation ne mentionne expressément ni aucunement la nécessité de prendre en compte au sein du rapport les pièces à décharge en faveur du futur mis en cause. Le respect de la présomption d'innocence du mis en cause pourrait ainsi être assuré plus efficacement si un texte de droit dur venait remédier à cette constitution unilatérale du dossier d'enquêtée et exiger d'adjoindre au rapport les preuves à décharge découvertes lors de l'enquête.

Dans un autre sens et dans une moindre mesure, il pourrait sinon être permis à la personne suspectée d'avoir accès à l'ensemble des pièces découverte par les enquêteurs et exiger, dans le cas d'une pièce à décharge mise à l'écart de façon injustifiée, que celle-ci soit réintégrée dans le rapport d'enquête. La présence de la simple lettre circonstanciée n'est en effet pas suffisante puisque les enquêteurs ne sont pas tenus de communiquer les éléments qui auraient été écartés du dossier aux personnes suspectées⁹⁹⁴. Comme le souligne un auteur, en l'état actuel du droit positif, il est particulièrement probable que les enquêteurs refusent cet accès sans que cela ne lui soit reproché puisque la jurisprudence « *valide (..) indépendamment des limites qu'(elle) assigne, la pratique de sélection discrétionnaire des pièces du dossier par les enquêteurs de l'AMF* »⁹⁹⁵. Ainsi, il pourrait être préconisé de permettre le versement de l'intégralité des pièces au rapport d'enquête dès lors que la personne suspectée en fait la demande afin de vérifier qu'une pièce à décharge n'a pas été écartée ou pour lui permettre de s'appuyer sur des pièces utiles à sa défense dont il n'avait pas nécessairement connaissance⁹⁹⁶. Cette possibilité permettrait de remédier au côté unilatéral de la sélection des pièces de l'enquête et le futur mis en cause pourrait apprécier lui-même l'utilité ou non d'une pièce à sa défense⁹⁹⁷.

⁹⁹¹ Cass. com., 13 oct. 2009, n° 08- 18.224.

⁹⁹² E. DEZEUZE et M. FRANÇON, « L'AMF ne relâche toujours pas son étau sur les initiés », note ss. AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, *M. Muller*, SAN- 2013- 05, *BJB* mai 2013, n°JBB-2013-0092, p. 224.

⁹⁹³ AMF, La charte de l'enquête, 27 sept. 2021, p. 15.

⁹⁹⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 316.

⁹⁹⁵ S. TORCK, note ss. Cass. com., 20 sept. 2011, n°10- 13.911, 10- 13.591 et 10- 13.878, *Dr. sociétés* déc. 2011, n° 12, comm. 221.

⁹⁹⁶ E. BROCHIER, « La loyauté de la preuve dans l'enquête AMF. Un principe affirmé, une mise en oeuvre très limitée », dans « La loyauté de la preuve en matière civile, commerciale, pénale et administrative », *Procédures* déc. 2015, n° 12, dossier 17 ; P. LAUZERAL et C. ROHOU, « La mise à jour des infractions d'initiés : encadrement des enquêtes de l'AMF par le principe de loyauté et les droits de la défense », dans « Prévention et répression des opérations d'initiés : droit positif et perspectives », *JSS* n° 95, févr. 2012, p. 20.

⁹⁹⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 317 ; H. DE VAUPLANE, J.- J. DAIGRE, B. DE SAINT- MARS et J.- P. BORNET, obs. ss. CEDH, 30 juin 2011, *Messier c. France*, n° 25041/ 07, *Banque et Dr.* n° 138, juill.- août 2011, p. 20.

Dans un second temps, il pourrait être également opportun de permettre l'ouverture d'un débat devant la Commission des sanctions sur l'incidence qu'a eu le défaut de prise en compte d'une pièce à décharge pour sa défense et sur la suite de la procédure. Le débat porterait alors sur le point de savoir si le caractère incomplet du dossier a pu avoir une influence déterminante sur la décision du collège de notifier les griefs et celle de la Commission des sanctions de prononcer une sanction⁹⁹⁸. L'impact d'une telle possibilité sur l'utilisation future des présomptions de culpabilité est en effet non négligeable. Selon un auteur, dans le cas d'une réponse positive et si la communication de la pièce initialement écartée n'est pas intervenue en temps utile pour permettre au mis en cause d'exercer pleinement sa défense devant la Commission des sanctions⁹⁹⁹, l'entière de la procédure pourrait être remise en cause voire même annulée afin de respecter effectivement la présomption d'innocence de ce dernier.

Enfin, pour reconfermer pleinement une position influente au mis en cause au stade de l'enquête et de la contestation des irrégularités, il serait également possible d'exiger que la charge de la preuve soit inversée dans le cadre de la détermination de l'atteinte irrémédiable ou non au plein exercice des droits de la défense de la personne poursuivie. Comme il a pu l'être démontré, cette charge de la preuve qui pèse actuellement sur la personne mise en cause est particulièrement lourde et une telle preuve est particulièrement difficile à rapporter par ce dernier, ce qui ne permet pas de constituer un remède efficace. Or, « *l'AMF seule connaît selon quels cheminements l'enquête secrète a pu progresser ; la personne mise en cause ignore ces cheminements* »¹⁰⁰⁰. Il appartiendrait dès lors à l'AMF et aux enquêteurs « *d'établir les motifs et les caractères légitimes de la distraction* »¹⁰⁰¹.

B. Par le renforcement du contrôle des actes du régulateur

Comme il a déjà été souligné au regard du respect du droit de garder le silence et de ne pas contribuer à sa propre incrimination, qui fait partie des droits de la défense, le contrôle juridictionnel relatif au respect de ces derniers n'est encore que faible et imparfait. Les juridictions de recours ne font pas un contrôle approfondi de l'atteinte alléguée par le mis en cause et considèrent que celle-ci n'est pas matérialisée si elle a pu être surmontée durant les phases ultérieures de la procédure ou que la pièce litigieuse a été mise à l'écart ultérieurement dans celle-ci. Cela a ainsi pour effet de priver la présomption d'innocence d'un respect effectif et d'assurer une supervision efficace des actions du régulateur qui dispose déjà de larges moyens à sa disposition par les présomptions de culpabilité pour établir la culpabilité du mis en cause.

Certains auteurs souhaitent ainsi une évolution de la jurisprudence sur ce point afin d'assurer un contrôle scrupuleux de l'enquête et préconisent que les juges devraient considérer qu'une enquête ne devrait même pas « *compromettre les droits de la défense de façon réparable* »¹⁰⁰². Si une telle solution était en effet particulièrement protectrice du mis en cause, il est néanmoins possible d'arguer que cela pourrait avoir pour conséquence d'alourdir la répression des abus de marché et de réduire ainsi son efficacité. Il pourrait en résulter des actions dilatoires conséquentes. Comme précédemment

⁹⁹⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 318.

⁹⁹⁹ *Ibid.*

¹⁰⁰⁰ D. SCHMIDT, note ss. Cass. com., 29 janv. 2013, n° 11- 27.333, *Sté Orgasynth c. AMF*, BJB avr. 2013, n°JBB-2013-0069, p. 166.

¹⁰⁰¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 318.

¹⁰⁰² D. SCHMIDT, note ss. Cass. com., 9 janv. 2019, n° 16- 14.727, *Rev. sociétés* 2019. 338, n° 2.

rappelé, il pourrait suffire que le juge soit plus intransigeant au regard des atteintes qui ont été portées même si les pièces litigieuses ou propos tenus ont pu être écartés ou remédiés ultérieurement puisque cela joue sur la défense que prépare le mis en cause, sans pour autant exiger d'écartier l'aspect irrémédiable de l'atteinte aux droits de la défense. Il importe surtout de s'assurer que le « *grief d'atteinte irrémédiable aux droits de la défense ne soit (pas) repoussé de façon un peu trop expéditive* »¹⁰⁰³. L'ancien président de la chambre de la régulation de la Cour d'appel de Paris préconisait et rappelait également la nécessité d'assurer un « *contrôle lourd* » du déroulement des enquêtes menées par l'AMF¹⁰⁰⁴. Telle est en effet la pratique actuelle de la Commission des sanctions et des juridictions de recours qui ne souhaitent pas entraîner l'annulation de l'entièreté de la procédure. Il est notamment possible de citer les arrêts rendus le 20 septembre 2011 dans l'affaire Péchiney¹⁰⁰⁵ à titre d'exemple ainsi que l'arrêt du 27 mai 2015 de la Cour de cassation dans l'affaire Wendel¹⁰⁰⁶. Cette situation est du reste très critiquée par la doctrine « *en ce qu'elle conduit le juge à inverser la chronologie du processus probatoire, faisant passer l'appréciation de la pertinence de la preuve avant le contrôle de son admissibilité* »¹⁰⁰⁷.

Dans une seconde analyse, il serait également possible d'imaginer, qu'en cas de pièce à décharge indûment écartée par les enquêteurs de l'AMF et qui serait déterminante pour l'exercice des droits de la défense du mis en cause, révélée postérieurement à l'enquête, qu'un procès en révision¹⁰⁰⁸ soit ouvert afin de remédier à cette situation. Comme le soulèvent certains auteurs, cela permettrait, de plus, de concilier effectivité de la procédure de répression menée par l'AMF en laissant les enquêteurs libres dans la constitution du rapport d'enquête avec un regard extérieur, indépendant et judiciaire qui dispose de plus de légitimité et de vérifier le respect effectif ou non de la présomption d'innocence du mis en cause¹⁰⁰⁹.

Enfin, il conviendrait également d'assurer un contrôle plus effectif au regard de l'admissibilité des preuves étrangères. Si ces dernières ne sont pas admissibles lorsqu'elles ont été recueillies dans des circonstances qui portent une atteinte irrémédiable aux droits de la défense du mis en cause à l'instar de l'enquête qui se déroule en France, certains auteurs ont pu souligner que ce contrôle était insuffisant dans la mesure où la Commission des sanctions ne recherchait pas nécessairement si la

¹⁰⁰³ N. IDA, *op. cit.*, p. 342. L'auteur relève qu'une telle situation se retrouve souvent devant la Commission des sanctions et les juridictions de recours.

¹⁰⁰⁴ T. FOSSIER, « Vers un droit procédural commun des autorités de régulation », *RJEP* n° 692, déc. 2011, étude 5, n° 11.

¹⁰⁰⁵ Cass. com., 20 sept. 2011, n°10- 13.911, 10- 13.591 et 10- 13.878 où cette dernière a retenu que « l'arrêt relève que le contenu de la lettre de la Commission européenne du 22 mars 2005 a été reproduit dans un document versé au dossier le 3 décembre 2008, qu'une copie de ce document a été adressée à toutes les personnes mises en cause, qui ont pu en prendre connaissance, et qu'un débat contradictoire a ainsi été rendu possible devant la Commission des sanctions lors des séances des 22 et 23 décembre 2008 ; que l'arrêt ajoute que les explications données devant celle-ci par le représentant du collège suffisent à établir que la lettre du 22 mars 2005, qui fournissait en annexe l'identité de plusieurs fonctionnaires de la Commission européenne à l'égard desquels aucun soupçon n'avait été maintenu, n'avait pas été écartée de manière déloyale ; qu'en l'état de ces constatations et appréciations, établissant qu'aucune atteinte aux droits de la défense n'était résultée du fait que cette pièce ne figurait pas au dossier transmis à la Commission des sanctions, la cour d'appel, qui n'a pas méconnu le principe de la contradiction, et qui n'avait pas à faire d'autre recherche, a écarté à bon droit le moyen de nullité invoqué ».

¹⁰⁰⁶ Cass. com., 27 mai 2015, n° 12- 21.361.

¹⁰⁰⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 370. V. aussi en ce sens : P. CONTE, « La loyauté de la preuve en procédure pénale : fragile essai de synthèse », dans « La loyauté de la preuve en matière civile, commerciale, pénale et administrative », *Procédures* déc. 2015, n° 12, dossier 12.

¹⁰⁰⁸ Article 595 du CPC.

¹⁰⁰⁹ A. GAUDEMET et D. SCHMIDT, « Éclairage - sur la sélection des pièces par les enquêteurs de l'AMF », *BJB* avr. 2012, n° JBB-2012-0073, p. 152.

pièce étrangère avait été recueillie en violation d'un droit à affecter la validité de la procédure¹⁰¹⁰. Là encore, il s'agirait d'assurer que les conséquences pratiques de la mise à l'écart de la pièce litigieuse déploient réellement leur plein effet afin de permettre un respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause et afin de ne pas le mettre dans une position nettement désavantageuse au regard de l'application des futures présomptions de culpabilité¹⁰¹¹. Les atteintes alléguées sont là encore presque systématiquement relativisées et un contrôle plus poussé des juges sur l'impact de la pièce litigieuse et son influence sur la suite de la procédure d'enquête devrait permettre de remédier à cette situation. Ils pourraient ainsi vérifier si d'autres éléments de preuve n'ont pu être relevés que grâce à la pièce ou aux informations retenues de façon litigieuse ou en étaient dépendants et que le manquement ne soit pas établi ainsi sur ces dernières¹⁰¹².

C. Par le renforcement de la responsabilité du régulateur

Comme il a été soutenu, l'engagement de la responsabilité du régulateur est particulièrement difficile à caractériser. Celle-ci nécessite en effet la caractérisation d'une faute lourde. Si ce niveau d'exigence se justifie pour assurer l'effectivité de la répression des abus de marché et éviter un nombre excessif d'actions en responsabilité contre l'AMF de la part des mis en cause, la jurisprudence actuelle lui confère toutefois une portée qui peut être excessive. En effet, comme précisé, le juge considère que même une violation caractérisée à la présomption d'innocence ne constitue pas une faute lourde¹⁰¹³ et, surtout, il a été précisé que même en présence d'une faute lourde, seules les fautes conduisant à une mise en cause dénuée de toute justification pourraient engager la responsabilité du régulateur¹⁰¹⁴.

Il conviendrait dès lors d'abandonner cette exigence prétorienne et se contenter de la simple caractérisation d'une faute lourde et lui redonner toute sa portée afin qu'une atteinte caractérisée à la présomption d'innocence puisse en effet faire l'objet d'une action en responsabilité contre l'AMF par le mis en cause. Comme le souligne un auteur, cette évolution est d'autant plus recherchée que la responsabilité des autorités de régulation administrative est une garantie constitutionnelle « *indispensable à l'exercice de la répression administrative* »¹⁰¹⁵ et à sa légitimité et ne devrait ainsi pas être restreinte par les juges qui la rendent presque « *virtuelle* »¹⁰¹⁶. L'engagement de la responsabilité de l'AMF pourrait être d'autant plus pertinente en cas de distraction d'une pièce à décharge qui n'a pas permis au mis en cause d'assurer et d'exercer pleinement ses droits de la défense, en temps utile ou non.

¹⁰¹⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 411.

¹⁰¹¹ M. BRASART, R. KLEIMAN, et M. TOMAS, « Le respect des droits de la défense dans le cadre des enquêtes internationales de l'AMF, un contrôle juridictionnel dont la portée demeure incertaine », *affaires - société et marché financier Dalloz actualité*, févr. 2019. Ils arguent qu'il n'est pas possible de « se satisfaire d'un mécanisme de contrôle qui apparaît n'attacher aucune conséquence pratique à la violation, dès les premiers stades de l'enquête diligentée par l'AMF, de principes censés protéger les individus mis en cause dans ces procédures ».

¹⁰¹² N. IDA, *op. cit.*, p. 412.

¹⁰¹³ CA Paris, 1^{re} ch., sect. COB/ CBV, 15 janv. 1993, n° 92- 14/779.

¹⁰¹⁴ CAA Paris, 3^e ch., 24 mars 2017, n° 14PA04956.

¹⁰¹⁵ N. IDA, *op. cit.*, p. 385.

¹⁰¹⁶ M. STORCK, « Propos conclusifs », dans « La responsabilité des autorités de régulation », *RDBF* mars- avr. 2009, n° 2, étude 18, n° 3.

SECTION 2 : La pertinence d'une évolution au stade du raisonnement probatoire

L'évolution qui pourrait être attendue au stade du raisonnement probatoire afin d'assurer une protection effective de la présomption d'innocence du mis en cause au regard de la répression des abus de marché pourrait tant se concrétiser au niveau de la preuve par faisceau d'indices (§1), qu'au niveau de la possibilité d'une contestation concrète des présomptions de culpabilité (§2) et d'une intervention plus présente des magistrats dans ce domaine (§3).

§1. Au regard du recours aux présomptions de fait

Même si la preuve par faisceau d'indices présente des gardes fous indéniables, sa mise en œuvre comporte toutefois des limites subsistantes dont l'ampleur ne peut être négligée au regard de son atteinte au respect effectif de la présomption d'innocence. Ainsi, il peut être pertinent de faire évoluer cette méthode afin de limiter le crédit donné à l'indice négatif (A) et d'exiger particulièrement la caractérisation de preuve directe pour certains éléments constitutifs des manquements (B). La nécessité d'une certaine évolution se matérialise également au regard de la preuve par extrapolation pratiquée pour les manipulations de cours dont le seul recours au trading algorithmique devrait être privilégié (C). Surtout, il peut être pertinent d'évoquer l'instauration d'une procédure de clémence pour les abus de marché afin de faciliter l'accès aux preuves directes (D).

A. L'abandon souhaitable du raisonnement par exclusion

La preuve par faisceau d'indices employé tant par l'AMF que le PNF en ce qui concerne les délits d'initié, implique dans sa mise en œuvre une démonstration sans équivoque, c'est-à-dire l'absence de toute autre explication crédible à l'issue des indices relevés par les enquêteurs. Il convient ici de se fonder particulièrement sur le manquement et le délit d'initié qui sont en effet tous deux les manquements et infractions faisant l'objet de davantage de recours à la méthode du faisceau d'indices. Dès lors, au regard de ce manquement et infraction et comme vu précédemment, il n'est pas nécessaire que les autorités répressives démontrent le circuit exact de la transmission de l'information privilégiée.

Cette difficulté à établir le canal de transmission de cette information amène ainsi notamment l'AMF mais aussi les juridictions de recours, à raisonner par la négative¹⁰¹⁷ en considérant que « rien ne peut venir expliquer les opérations réalisées par la personne poursuivie, sauf la détention de l'information privilégiée (...) »¹⁰¹⁸. Cette preuve par exclusion s'explique en effet par l'aspect immatériel de l'information qui rend ainsi particulièrement difficile sa caractérisation et, par subséquent, l'établissement du manquement ou du délit¹⁰¹⁹. Cela s'explique également - mais comme l'ensemble des principes et présomptions qui sous-tendent la répression des abus de marché - par la difficile conciliation entre une répression efficace et concrète et une protection effective et réelle de la

¹⁰¹⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 478.

¹⁰¹⁸ S. TORCK, note ss. CA Paris, p. 5, ch. 7, 21 juin 2012, n° 2011/ 08965, *Dr. sociétés* n° 10, oct. 2012, comm. 167, n° 2. V. Dans ce sens également : B. KEITA, *op. cit.*, p. 221 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.294.

Pour une application jurisprudentielle voir notamment : AMF, comm. sanct., 10 avr. 2008, SAN- 2008- 15 ; CE, 6e et 1re ch. réunies, 6 avr. 2016, n° 374224 ; CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 22 mai 2012, n° 344589 ; Cass, com., 1er juin 2010, n° 09-14.684 ; CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 3 juill. 2007, n°2006/19083.

¹⁰¹⁹ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire *Benais* : l'initié introuvable », note ss. CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n°2008/14851, *BJB* juill. 2009, n°JBB-2009-038, p. 270.

présomption d'innocence et des droits fondamentaux du mis en cause. Néanmoins, comme a pu le souligner un auteur, cette possibilité de ne pas démontrer l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée est contestable et pourrait conduire à des condamnations qui seraient injustifiées¹⁰²⁰. Des auteurs ont pu souligner que l'AMF avait même pu appliquer de façon excessivement souple, cette voie qui lui était offerte en condamnant une personne mise en cause « *alors même qu'il avait été admis que le seul canal par lequel il aurait pu obtenir l'information privilégiée en cause n'était pas avérée* »¹⁰²¹.

Cette solution est en ainsi particulièrement critiquée par la doctrine¹⁰²², particulièrement pour son atteinte à la présomption d'innocence¹⁰²³. La démonstration d'un tel circuit a notamment pour but de déterminer la qualité d'initié de la personne suspectée, or cette qualité est la pierre angulaire même de la répression du délit ou manquement subséquent d'initié¹⁰²⁴.

Il importe ainsi de connaître la manière dont l'information et donc aussi la connaissance de celle-ci, a pu parvenir car « *l'existence d'une piste possible de transmission de l'information privilégiée peut apparaître comme un indice naturel, essentiel et a minima de la détention d'une information privilégiée* »¹⁰²⁵. Cette nécessité de caractériser le circuit plausible de transmission est d'autant plus importante que, comme il a pu être démontré, l'AMF a particulièrement tendance à ne retenir que le caractère atypique de l'opération et l'absence d'explication rationnelle du mis en cause quant à celle-ci.¹⁰²⁶ Cela réduit donc grandement la marge de manœuvre offerte au mis en cause et, surtout, confère un poids et une importance considérable à cette preuve par exclusion. Comme le relève un auteur, cela limite particulièrement les possibilités de défense du mis en cause et vise à priver les investisseurs et acteurs du marché boursier de faire des « *coups de poker boursier* »¹⁰²⁷ et nie ainsi « *leur liberté de prendre des risques sur les marchés financiers* »¹⁰²⁸. Cela implique également l'idée selon laquelle les décisions des acteurs du marché sont toujours prises sur la base rationnelle alors même que cette dernière pourrait résulter d'une action qui ne découle pas nécessairement d'une explication crédible. Il serait ainsi bien plus pertinent que les autorités répressives s'efforcent de retenir une raison plausible à cette transmission et au cheminement de l'information, telle que, par exemple, une rencontre amicale, familiale voire même professionnelle qui serait douteuse¹⁰²⁹.

¹⁰²⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 480.

¹⁰²¹ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.295. Ces auteurs font référence aux arrêts de la Cour d'appel et de la Cour de cassation qui ont confirmé la décision de la Commission des sanctions : CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 24 nov. 2009, n°2009/02626, pourvoi rejeté par Cass. com., 6 sept. 2011, n° 20-11.564.

¹⁰²² N. ROTONCHEVSKY, « Brèves observations sur l'application par la Commission des sanctions de la méthode du faisceau d'indices en matière de manquement d'initié », *RTD com.* 2008, p. 822 ; D. BOMPOINT, note ss. CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 24 nov. 2009, n°2009/02626, *RDBF*, mai-juin 2010, §16, p. 72.

¹⁰²³ B. KEITA, *op. cit.*, p. 221.

¹⁰²⁴ G. ROCH, dans 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats, « Le manquement d'initié : données récentes », Paris, 18 oct. 2010 ; N. IDA, *op. cit.*, p. 481.

¹⁰²⁵ G. ROCH, « Abus de marché : opérations d'initiés », *étude Joly bourse* n°EA005, janv. 2012, n° 310, p. 40.

¹⁰²⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 481.

¹⁰²⁷ F. MARTIN LAPRADE, « Affaire *Benais* : l'initié introuvable », note ss. CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n°2008/14851, *BJB* juill. 2009, n°JBB-2009-038, p. 270.

¹⁰²⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 481 faisant notamment référence à H. BARBIER, « La liberté de prendre des risques », *PUAM*, 2011 et. D. BOMPOINT, « Reste-t-il des éléments constitutifs au manquement d'initié ? », note ss. CA Paris, 1^{re} ch. sect. H, 15 mai 2008, n°2007/0905, *BJB* déc. 2008, n°JBB-2008-059, p. 471.

¹⁰²⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 482.

La Commission des sanctions semble toutefois prendre en compte cette situation litigieuse et a pu mettre hors de cause les personnes poursuivies car les enquêteurs et le rapporteur n'avaient pu établir quel mis en cause était à l'origine de la transmission de l'information privilégiée et que leur déclaration respective se contredisait quant à cela. La Commission des sanctions a aussi pu relever que la tendance du cours du titre était à la hausse, ce qui pouvait justifier une opération sur ce dernier¹⁰³⁰. Il est possible d'espérer que la tendance des autorités répressives continue dans cette voie là et se matérialise concrètement dans de cette direction afin de ne pas dispenser ces dernières d'un indice qui est pourtant essentiel à la caractérisation de la qualité d'initié et de l'infraction et manquement subséquent. De nombreux auteurs souhaitent en effet que soit établie positivement la détention de l'information privilégiée par la personne poursuivie par l'existence d'un circuit plausible de transmission qui ne peut résulter d'un simple raisonnement par exclusion dans la mesure où cet indice est « *indispensable à la démonstration non équivoque de la détention d'une information privilégiée* »¹⁰³¹. Un auteur soulève notamment que la méthode du faisceau d'indices telle qu'utilisée par l'AMF fait « *injure à notre système répressif* » et nécessite pour être valablement exploitée au regard du manquement d'initié la caractérisation de trois éléments¹⁰³² : que « *l'opération suspecte s'inscrive en dehors des habitudes d'investissement de l'intéressé* », corroboré par le fait que « *l'intéressé ne fournisse pas une explication rationnelle pour justifier son opération* » qui ne pourrait avoir d'effet probant que si cet élément est lui-même confirmé par le fait que « *que l'intéressé ait eu un moyen ou une occasion (familiale, professionnelle, sociale ou autre) d'obtenir l'information* »¹⁰³³.

Il appartient en effet aux autorités répressives de faire l'objet de plus de rigueur¹⁰³⁴ dans l'utilisation de la méthode du faisceau d'indices, notamment au regard du fait qu'elle ne présente plus nécessairement un caractère subsidiaire pour l'établissement de certains manquements par l'AMF¹⁰³⁵.

B. L'exigence renforcée de recherche de preuves directes

La limitation du recours au raisonnement et à la preuve par exclusion pourrait également être corroborée par l'exigence de l'établissement de preuves directes pour certains éléments caractéristiques des manquements. Il convient de se limiter ici au seul manquement d'initié devant l'AMF dont le recours à la méthode du faisceau d'indices et ses dérivés se matérialisent le plus fortement. C'est d'ailleurs notamment du fait de ces dérivés que la preuve du délit d'initié par faisceau d'indices ne peut être utilisée que de manière subsidiaire, c'est-à-dire, en l'absence de preuve directe

¹⁰³⁰ AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN- 2019- 02. V. aussi AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, *Sté Sofiro et autres*, SAN- 2018- 17.

¹⁰³¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 484. V. aussi S. TORCK, « Du bon usage de la méthode du faisceau d'indices », note ss. CA Paris, 7^e ch., 27 mars 2012, n° 2011/08526, *Dr. sociétés* 2012, comm. 126

¹⁰³² D. BOMPOINT, « Manquement d'initié- équivoque et faisceau d'indices », note ss. Cass. com., 1er juin 2010, n° 09-14.684, F-D, AMF c. Benais, *RDBF* n°5, sept. 2010, comm. 199.

¹⁰³³ *Ibid.*

¹⁰³⁴ B. KEITA, *op. cit.*, p. 222 ; J.-J. DAIGRE, « Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices », note ss. AMF, comm. sanct., 15 septembre 2011, SAN-2012-01, *BJB* mai 2012, n°JBB-2012-0095, p. 202 ; S. TORCK, « Du bon usage de la méthode du faisceau d'indices », note ss. CA Paris, 7^e ch., 27 mars 2012, n° 2011/08526, *Dr. sociétés* 2012, comm. 126 ; D. LABETOUILLE, « La diversité des initiés », *BJB* juillet 2011, n°JBB-2011-0207, p. 460.

¹⁰³⁵ B. KEITA, *op. cit.*, p. 222 ; D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 287. V. par exemple : AMF, comm. sanct., 28 sept. 2012, SAN-2012-16 ; Cass. com., 20 sept. 2011, n° 10-13.591 et 10-13.911 ; CA Paris, 27 mars 2012, n° 2011/08526.

permettant de le déterminer, ce qui n'est pas nécessairement le cas devant l'AMF¹⁰³⁶. La Cour d'appel a néanmoins affirmé accessoirement le caractère subsidiaire de la méthode du faisceau d'indices, permettant ainsi au mis en cause de venir remettre en cause cette méthode si une preuve tangible était à la disposition des enquêteurs. Cet aspect implicite limite la portée de cet arrêt¹⁰³⁷. D'autant plus qu'il importe, pour certains éléments caractéristiques du manquement, que ces derniers soient établis par une preuve directe et tangible afin de préserver une protection efficace et effective de la présomption d'innocence du mis en cause. Tel est notamment le cas de l'établissement du caractère privilégié d'une information, la conscience de détenir une telle information, ainsi que la transmission de celle-ci. En effet, pour certains auteurs, le recours à la méthode du faisceau d'indices ne serait qu'un « *voile destiné à habiller de façon décente et commode les préjugés jouant en faveur ou au préjudice de la personne mise en cause* »¹⁰³⁸.

Ainsi, tout d'abord, comme le relève un auteur, cette méthode ne saurait être utilisée pour prouver le caractère privilégié d'une information et au demeurant, également la conscience du caractère privilégié de cette dernière¹⁰³⁹. En effet, il pourrait être tout à fait imaginé qu'une personne conseille à une autre d'investir et d'acheter des actions au sein de sa société, sans pour autant que ce conseil et donc cette information ne présentent d'autres éléments ou caractéristiques particulières. Or, si ce dernier réalise une plus-value importante suite à l'utilisation de cette information, il est très probable que l'AMF le sanctionne pour manquement d'initié à travers la preuve par faisceau d'indices puisque la personne mise en cause ne pourrait justifier son achat que du fait du « *conseil d'ami* » qui lui a été donné. C'est ce qu'a notamment pu relever un auteur¹⁰⁴⁰ et c'est ce qui a, par ailleurs, pu être l'objet d'un contentieux en pratique¹⁰⁴¹. En effet, il a été retenu dans la décision de sanction de l'AMF du 22 décembre 2015 que la relation d'amitié entre l'administrateur et le mis en cause, leur visite récente avant l'acquisition des titres et l'absence d'explication crédible autre que le fait que l'administrateur conseillait toujours de façon récurrente à son ami d'acheter les titres en question, permettaient d'établir la détention d'une information privilégiée. Or, une telle circonstance permet simplement d'établir qu'une information « *a probablement été communiquée au mis en cause* »¹⁰⁴² sans pour autant en déduire son caractère privilégié, c'est-à-dire son caractère sensible, précis et non public¹⁰⁴³.

Une telle situation s'est par ailleurs de nouveau matérialisée devant la Commission des sanctions qui a avoué implicitement les limites de l'utilisation d'une telle méthode sans pour autant mettre hors de cause le mis en cause : « *Considérant qu'il résulte de ce qui précède que, quand bien même M. B. n'aurait pas été mis en possession de tous les détails de l'opération préparée sur le titre Clarins, seule la détention, en connaissance de cause, de l'information privilégiée visée par la notification de griefs*

¹⁰³⁶ AMF, comm. sanct., 23 déc. 2008, SAN- 2009- 27, décision confirmée par CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 5 janv. 2010, n° 09/ 06017 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 27 mars 2012, n° 2011/ 08526 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 8 nov. 2012, n° 2011/ 22467.

¹⁰³⁷ CA Paris, p. 5, ch. 7, 28 sept. 2017, n° 16/ 10468.

¹⁰³⁸ E. DEZEUZE, note ss. AMF, comm. sanct., 10 avr. 2008, SAN-2008-15, *RTDF* n° 3/ 2008, p. 120. V. aussi D. BOMPOINT, note ss. AMF, comm. sanct., 29 mars 2007, SAN- 2007-16, *RDBF* juill.- août 2007, n° 4, comm. 168.

¹⁰³⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 529.

¹⁰⁴⁰ O.- T. TIEU, « Du mauvais usage du faisceau d'indices en matière de manquements d'initié », *BJB* nov. 2012, n° JBB-2012-0207, p. 512.

¹⁰⁴¹ AMF, comm. sanct., 22 déc. 2015, SAN- 2015- 22, décision confirmée par CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 15 déc. 2016, n° 2016/ 05249, et, sur pourvoi, par Cass, com., 14 nov. 2018, n° 17- 12.980. V. Egalement CA Paris, p. 5, ch. 7, 27 mars 2012, n° 2011/ 08526.

¹⁰⁴² O.- T. TIEU, « Du mauvais usage du faisceau d'indices en matière de manquements d'initié », *BJB* nov. 2012, n° JBB-2012-0207, p. 512.

¹⁰⁴³ N. IDA, *op. cit.*, p. 530.

*peut expliquer les acquisitions auxquelles il a procédé »*¹⁰⁴⁴. Cette affirmation témoigne bien que l'information transmise ne présentait pas nécessairement le caractère d'information privilégiée. Selon O.T. Tieu, « *la méthode du faisceau d'indices revient à nier la possibilité pour un investisseur, d'investir sur la base d'une information certes non publique mais non privilégiée car imprécise »*¹⁰⁴⁵.

Cela entraîne donc un renversement complet de la charge de la preuve au détriment du mis en cause, qui doit dès lors prouver que l'information reçue ne présentait pas les caractères d'une information privilégiée¹⁰⁴⁶. Or, cette preuve est particulièrement difficile voire impossible à rapporter et est, de plus, l'une des preuves dont les enjeux sont les plus déterminants puisqu'elle permet de façon subséquente d'établir les autres éléments caractéristiques du manquement d'initié et de reconnaître son existence. Cette situation est donc nettement insatisfaisante au regard du respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause qui est ici réduite à une peau de chagrin afin d'assurer la preuve et donc la répression d'un prétendu manquement d'initié. Cela revient en effet à nier la caractérisation même d'un des éléments matériels du manquement qui est pourtant une exigence impérative pour permettre sa répression au regard des principes pénaux qui s'appliquent tout aussi bien devant l'AMF. N. Ida considère ainsi qu'il appartiendrait à l'AMF d'inverser son raisonnement probatoire et de rechercher dans un premier temps, au moyen de faisceau d'indices, que la personne soupçonnée a été amenée à détenir une information et d'établir par une preuve tangible que celle-ci présentait nécessairement les caractères d'une information privilégiée¹⁰⁴⁷. Il rappelle qu'il convient de faire la distinction entre une information privilégiée et une simple recommandation, distinction qui doit être établie avec certitude¹⁰⁴⁸. De plus, une telle distinction pourrait également permettre de concilier respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause et répression efficace et pertinente des abus de marché puisque « *c'est en s'en prenant aux causes du mal (les « fuites » des initiés primaires) plutôt qu'à ses conséquences (les enrichissements, qui ne sont au demeurant injustifiés que s'ils ont été effectivement utilisés sur la base d'une information privilégiée) que le régulateur pourra lutter efficacement contre les abus de marché »*¹⁰⁴⁹.

Dans un second temps, une telle preuve directe et tangible devrait également être exigée pour l'établissement de la conscience du caractère privilégié d'une information au regard des initiés tertiaires. Ces derniers ne font en effet pas l'objet d'une présomption de droit de conscience du caractère privilégié puisqu'il est nécessaire d'établir à leur égard qu'ils savaient ou devraient savoir que l'information qu'ils détenaient était privilégiée¹⁰⁵⁰.

Là aussi, la Commission des sanctions a pu avoir recours à la méthode du faisceau d'indice et donc à une présomption de fait pour déterminer une telle conscience, ce qui a été confirmé par la Cour d'appel. Cette dernière a en effet relevé qu'« *à défaut de preuve directe ou tangible, la détention par la personne poursuivie d'une information privilégiée et la circonstance que cette personne savait ou aurait dû savoir que précisément cette information était privilégiée, peuvent être démontrées par un*

¹⁰⁴⁴ AMF, comm. sanct., 18 nov. 2010, SAN- 2010- 28.

¹⁰⁴⁵ O.- T. TIEU, « Du mauvais usage du faisceau d'indices en matière de manquements d'initié », *BJB* nov. 2012, n°JBB-2012-0207, p. 512.

¹⁰⁴⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 532.

¹⁰⁴⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 533.

¹⁰⁴⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 535.

¹⁰⁴⁹ O.-T. TIEU et G. BUGE, « Première consécration du manquement d'initié par recommandation : enseignements et interrogations », note ss. AMF, comm. sanct., 16 avr. 2013, *BJB* juill. 2013, n° 110c3, p. 341.

¹⁰⁵⁰ Règlement MAR, art. 8, § 4, al. 5.

faisceau d'indices graves, précis et concordants si le rapprochement de ces indices établit ces faits sans équivoque, tout doute profitant aux personnes poursuivies »¹⁰⁵¹. La Commission des sanctions n'a pas manqué d'user de nouveau de cette méthode comme en témoigne une décision récente de 2018¹⁰⁵². Là encore la personne sanctionnée avait relevé qu'elle ne faisait qu'appliquer un conseil d'ami et qu'il appartenait à l'autorité de poursuite de prouver la conscience qu'il avait du caractère privilégié de l'information qu'il avait reçue. Comme le soulèvent plusieurs auteurs, il n'est pas possible d'apprécier « *les contours et les caractéristiques d'une conscience [qui] ne porterait que sur un objet indéfini* »¹⁰⁵³. Là encore il est déduit de la preuve par faisceau d'indices de la détention de l'information privilégié, la nécessaire conscience du caractère privilégié de cette dernière par l'initié tertiaire. Or cela porte une atteinte non négligeable à la présomption d'innocence de ce dernier et ne permet pas de respecter celle-ci au regard de sa pleine effectivité.

Cela entraîne cumul de présomptions de détention et de connaissance résultant de la méthode du faisceau d'indices qui « *oblige l'innocent à se défendre en raisonnant sur l'appréhension psychologique qu'il aurait eu ou dû avoir à l'égard d'une information dont le caractère privilégié n'est qu'une pure supposition* »¹⁰⁵⁴.

Enfin, la nécessité de recourir à une preuve directe pour déterminer la transmission d'une information privilégiée plutôt que la méthode du faisceau d'indices, se matérialise également afin de garantir un respect concret et effectif de la présomption d'innocence du mis en cause. En effet, il est souligné que la méthode est particulièrement inadaptée pour démontrer la transmission d'une information qui est par définition immatérielle et ne « *laisse pas de traces* »¹⁰⁵⁵ alors même que « *la connaissance de la teneur exacte des propos litigieux (est une) condition nécessaire à l'appréciation des caractères de l'information transmise, est indispensable à la caractérisation du grief de communication d'information privilégiée* »¹⁰⁵⁶. Cette atteinte à la présomption d'innocence du mis en cause, au regard de l'utilisation d'une telle présomption de fait, a notamment pu se matérialiser dans plusieurs décisions de l'AMF qui ont été très critiquées quant au respect de la présomption d'innocence du mis en cause¹⁰⁵⁷. Il a notamment été reproché le recours à un raisonnement circulaire, c'est-à-dire un raisonnement qui « *s'appuie sur ce qu'il doit démontrer* »¹⁰⁵⁸, or « *on peut finir par prétendre tout démontrer de présomption en présomption, d'indice en indice* ». Il faut pourtant admettre que « *présomption sur présomption ne vaut* »¹⁰⁵⁹. Cela avait été par ailleurs relevé, sans succès, par un

¹⁰⁵¹ CA Paris, p. 5, ch. 7, 27 mars 2012, n° 2011/ 08526, confirmé par Cass, com., 28 mai 2013, n° 12- 20.060. V. aussi CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/ 14851 ; AMF, comm. sanct., 21 sept. 2009, SAN-2009-32.

¹⁰⁵² AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, SAN- 2018- 17.

¹⁰⁵³ E. DEZEUZE, note ss. Cass. com., 28 mai 2013, n° 12-20.060, *Rev. sociétés* 2013. 632, n° 15, p. 636. V. dans le même sens : N. IDA, *op. cit.*, p. 539.

¹⁰⁵⁴ N. IDA, *op. cit.*, p. 539. V. aussi : E. DEZEUZE, note ss. Com. 28 mai 2013, n° 12-20.060, *Rev. sociétés* 2013. 632, n° 15, p. 636.

¹⁰⁵⁵ F. MARTIN LAPRADE, « *Affaire Benais : l'initié introuvable* », note ss. CA Paris, 8 avr. 2009 n°2008/14851, *BJB* juill. 2009, n°JBB-2009-038, p. 270.

¹⁰⁵⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 541.

¹⁰⁵⁷ AMF, comm. sanct., 18 oct. 2013, SAN- 2013- 22 ; CA Paris, p. 5, ch. 7, 9 juill. 2020, n° 18/ 28947, §141 et s. ; AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN- 2018-13 ; AMF, comm. sanct., 17 févr. 2011, SAN- 2011- 04.

Solutions critiquées par : A. BELLEZZA, note ss. CE 6 avr. 2016, 6^o et 1^{er} ss.-sect., n° 374224, Raad et Rosier, *RSC* 2017. 519 ; C. ARSOUZE, « *La difficile application de la preuve par faisceau d'indices graves et concordants au manquement de communication d'information(s) privilégiée(s)* », *RTDF* n° 4/2010, n° 18, p. 57 ; N. IDA, *op. cit.*, p. 545.

¹⁰⁵⁸ S. GOLTZBERG, « *L'argumentation juridique* », *Dalloz, coll. « Connaissance du droit »* 5e éd., 2021, p. 70.

¹⁰⁵⁹ H. DE VAUPLANE, J.- J. DAIGRE, B. DE SAINT- MARS et J.- P. BORNET, obs. ss. Paris, 1^{re} ch., sect. H, 8 avr. 2009, M. Benais c. AMF, n° 2008/ 14851, *Banque et Dr.* n° 128, mai-juin. 2009, p. 46.

demandeur au pourvoi dans une autre affaire qui avait précisé dans ses moyens que « *la présomption dite de l'homme autorise le juge à déduire un fait inconnu d'un fait connu, mais non de déduire un fait inconnu d'un autre fait inconnu* »¹⁰⁶⁰.

C. La limitation opportune à la corroboration de la preuve par le trading algorithmique pour les manipulations de cours

Il convient ici de se limiter à la répression de manipulation de cours devant l'AMF qui est en effet l'autorité de poursuite de référence pour prouver l'existence de tels manquements en raison de leur particulière dissimulation et complexité. Dès lors, il a pu être soulevé que cette dernière n'avait pas recours à la méthode classique de faisceau d'indices pour caractériser les manipulations mais avait en effet recours à une preuve par extrapolation afin de pouvoir assurer une répression effective des manipulations de cours. Cela implique ainsi de corroborer par d'autres moyens de preuve, l'identification préalable d'une séquence manipulative afin de faire naître une présomption de manipulation de cours sur l'ensemble de la période retenue.

Parmi les éléments qui permettent de corroborer l'identification de la séquence manipulative, se retrouvent principalement l'utilisation de sondages aléatoires effectués pour un titre donné tout au long de la période concernée ou la démonstration que des logiciels étaient programmés afin de déployer systématiquement des techniques de manipulation de cours¹⁰⁶¹. Toutefois, plusieurs auteurs ont pu critiquer le recours aux sondages aléatoires comme n'offrant pas une protection suffisante au mis en cause. En effet, d'après ces derniers, la présomption de manipulation globale qui peut en être tirée ne serait être utilement utilisée¹⁰⁶². Ils considèrent que cette méthode ne permet pas de déterminer efficacement « *l'effet sur le cours des opérations qui auront été présumées illicites* », ce qui empêche dès lors de déterminer précisément le profit qui aura été véritablement obtenu par la manipulation¹⁰⁶³. Or cela pose un problème dans la mesure où la sanction que prononcera la Commission des sanctions est proportionnelle au profit retiré ou à la perte évitée par le manquement. Néanmoins, de tels dangers liés à l'utilisation de sondages aléatoires se retrouvent également dans l'utilisation du trading algorithmique¹⁰⁶⁴ et est en réalité, propre au mécanisme de la preuve par extrapolation, ce qui a été par ailleurs confirmé par le Conseil d'Etat¹⁰⁶⁵. C'est surtout la possibilité pour l'AMF d'étendre les résultats qu'elle a déterminés par une analyse menée sur un seul titre à l'ensemble des titres qui font l'objet de l'enquête.

¹⁰⁶⁰ Que le demandeur au pourvoi complète en précisant « qu'en confirmant la décision de la Commission des sanctions de l'AMF en ce qu'elle avait déduit la transmission, par Elliott Advisors à Elliott Management, d'une information privilégiée sur le rapprochement avec Eiffarie en vue de la cession par le Fonds Elliott de sa participation au capital d'APRR, de la détention et de l'utilisation de cette information par Elliott Management sur le marché pendant la période qualifiée de suspecte, cependant que la détention et l'utilisation d'une information privilégiée se déduisant elles-mêmes d'un faisceau d'indices concordants, il en résultait qu'un fait inconnu était déduit d'un fait lui-même présumé, et donc inconnu » (Cass, com., 27 mars 2019, *Affaire Elliott*, n° 16- 17.186).

¹⁰⁶¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 554.

¹⁰⁶² N. IDA, *op. cit.*, p. 570 ; E. DEZEUZE, note ss. AMF, comm. sanct., 12 mai 2011, *Kratty trading I BV*, SAN-2011-09, *RTDF* n°3/2011, p. 106.

¹⁰⁶³ N. IDA, *op. cit.*, p. 570 et 571.

¹⁰⁶⁴ Et fait également l'objet des mêmes critiques. V. notamment : F. BARRIERE, « Manipulation de cours et trading à haute fréquence », note ss. AMF sanct., 4 déc. 2015, *Société Euronext paris*, SAN-2015-20, *BJB* avr. 2016, n°113g3, p. 143.

¹⁰⁶⁵ CE, 6e et 1re ch. réunies, 19 mai 2017, n° 396698 et 396826.

Pour N. Ida, l'utilisation de cette méthode devrait se limiter à permettre de définir le périmètre temporel de la manipulation de cours en constituant une multitude d'échantillons qu'elle répartirait sur l'ensemble de la période en question et si ces indices de manipulations sont univoques et permettre que le mis en cause est en mesure de remettre en question la démonstration effectuée¹⁰⁶⁶. Néanmoins ce dernier auteur critique vivement la possibilité d'en déduire une présomption de manipulation sur d'autres titres sans preuves additionnelles et considère qu'une telle utilisation des sondages aléatoires pour prouver le manquement porte atteinte au respect effectif de la présomption d'innocence¹⁰⁶⁷. C'est ainsi en cela que la corroboration de la preuve par l'utilisation, l'analyse des logiciels de trading algorithmique utilisés, semble plus pertinente et plus respectueuse des droits fondamentaux du mis en cause. Cette méthode n'est, de plus, pas anodine puisque l'AMF a eu l'occasion d'y recourir plusieurs fois¹⁰⁶⁸. Notamment dans sa décision de sanction de 2015¹⁰⁶⁹, la Commission des sanctions a caractérisé une manipulation de cours ponctuelle sur la base d'un faisceau d'indices qu'elle a ensuite corroborée par l'analyse des données se référant aux interventions de l'algorithme qui avait été fourni aux enquêteurs par la société mise en cause. Par cela, elle a pu présumer l'existence d'une manipulation de cours portant sur l'ensemble des titres et de la période visée par l'enquête en question.

N. Ida relève sa pertinence puisqu'il considère que la « *la preuve du paramétrage frauduleux d'un algorithme de trading permet d'atteindre un haut degré de certitude quant à l'existence d'une manipulation de cours, qui ne peut être atteint au moyen de sondages, surtout lorsqu'il s'agit d'étendre les résultats de l'analyse d'un seul titre à l'ensemble des titres visés par la notification des griefs* »¹⁰⁷⁰. Dès lors, la présomption d'innocence et son respect effectif pour le mis en cause seraient protégés de façon plus concrète et plus substantielle que par le recours au sondage aléatoire. Bien que le caractère complexe du trading algorithmique et sa compréhension difficile pourraient limiter son recours, l'auteur préconise toutefois de n'utiliser que ce mode de corroboration de preuve, afin d'assurer un degré de certitude et de protection des droits fondamentaux du mis en cause le plus conséquent qu'il soit¹⁰⁷¹.

D. L'interrogation sur la pertinence de l'instauration d'une procédure de clémence

Il a également pu paraître opportun en doctrine de s'interroger sur l'utilité d'instaurer une procédure de clémence au sein des abus de marché. Cette procédure s'appliquerait ainsi de manière transversale, tant pour les manquements d'initié que pour les manipulations de marché devant l'AMF. L'instauration d'une telle procédure devant le PNF ne semble pas concevable. L'idée du droit pénal est en effet de sanctionner quiconque commet une infraction, au nom de l'intérêt général et de la protection de la société. La coopération avec les autorités ne peut être qu'une circonstance atténuante.

Par ailleurs, seule l'Autorité de la Concurrence bénéficie en France d'un tel mécanisme, afin de permettre la découverte et la répression de pratiques restrictives de concurrence. Or, cette procédure est issue du droit européen, ce qui témoigne ainsi d'une réserve au regard de celle-ci en droit français,

¹⁰⁶⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 572.

¹⁰⁶⁷ *Ibid.*

¹⁰⁶⁸ V. notamment F. BARRIERE, « L'algorithme fou », note ss. AMF, comm. sanct., 4 déc. 2015, Sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd, SAN 2015-20, BJB oct. 2016, n° 114r5, p. 410 ; AMF, comm., sanct., 8 juill. 2016, *Getco Europe Ltd*, SAN-2016-11.

¹⁰⁶⁹ AMF, comm. sanct., 4 déc. 2015, *Sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd*, SAN 2015-20.

¹⁰⁷⁰ N. IDA, *op. cit.*, p. 578.

¹⁰⁷¹ *Ibid.*

qui ne l'a pas généralisée à toutes les matières. Toutefois, certains auteurs relèvent la pertinence de son application devant l'AMF afin de réduire notamment la subjectivité et les divergences d'interprétation qui peuvent en effet résulter de la preuve par faisceau d'indices ou par extrapolation¹⁰⁷². Cela permettrait en effet de faciliter la découverte de manquements particulièrement dissimulés et permettre ainsi leur répression, tout en apportant des preuves directes et non pas supposées ou déduites d'autres indices, renforçant ainsi l'établissement réel du manquement et diminuant corrélativement l'atteinte à la présomption d'innocence qui résulte de ces présomptions de faits. Cette procédure dont les conditions pourraient être appliquées de façon similaire à celles prévues par le droit de la concurrence¹⁰⁷³ permettrait ainsi d'avoir accès à des preuves directes qui pourraient être corroborées par les indices ou celles relevés par les enquêteurs de l'AMF. La Cour des comptes avait par ailleurs proposé l'instauration d'une telle procédure dans un de ses rapports¹⁰⁷⁴ tout comme la Commission européenne avait pu y faire référence¹⁰⁷⁵. Cette dernière permettrait en effet d'avoir accès à des preuves directes dont la valeur probante pourrait différer selon le type de preuves fourni mais qui permettrait en tout état de cause d'apporter une conviction plus certaine et plus fondée que le simple recours aux présomptions de faits instituées par l'AMF. Cela pourrait être typiquement le cas de preuves documentaires tel qu'un enregistrement établissant la transmission d'une information privilégiée ou encore de simples déclarations mais corroborées par les indices découverts par les enquêteurs, lui conférant ainsi une force probante renforcée. En effet, l'utilisation d'une simple déclaration obtenue dans le cadre d'une procédure de clémence ne saurait à elle seule permettre de retenir un tel manquement puisque cette déclaration pourrait être motivée par des intentions malveillantes. Toutefois, son poids ne devrait pas être négligé pour autant, dans la mesure où il est nécessaire de se soumettre à une obligation de coopération et de véracité des éléments déclarés afin de pouvoir continuer de bénéficier de la procédure de clémence¹⁰⁷⁶.

Néanmoins, il existe une limite qui nous paraît particulièrement importante, à savoir le fait que celle-ci n'aurait que peu d'utilité devant l'AMF, dans la mesure où les auteurs des manquements d'initié et de manipulation de cours agissent seuls et non pas de façon concertée, comme cela peut l'être dans le cas d'une entente. Un auteur est du même avis¹⁰⁷⁷ mais un autre réfute une telle affirmation en relevant que de nombreuses procédures de sanctions sont ouvertes en présence de réseaux d'initiés ou de manipulations de cours¹⁰⁷⁸. Nous ne partageons cependant pas cet avis dans la mesure où de telles

¹⁰⁷² N. IDA, *op. cit.*, p. 523 ; F. DRUMMOND, « Actualité des abus de marché : propos conclusifs », dans H. SYNVET (dir.), « Actualité des abus de marché », *RDBF* mars-avr. 2013, n° 2, dossier 22, n° 13 ; N. SPITZ, La réparation des préjudices boursiers, *Revue banque* éd., 2010, n° 555, p. 346.

¹⁰⁷³ Article L464-2 IV du CCom.

¹⁰⁷⁴ COUR DES COMPTES, Rapport sur les autorités de contrôle et de régulation du secteur financier, 2009, p. 407 : « La sanction des abus de marché par l'AMF se heurte à deux difficultés principales. La première concerne la matérialité de la preuve d'un manquement. A cet égard, l'introduction de la procédure de clémence qui existe dans le domaine des ententes en droit de la concurrence faciliterait la collecte des éléments probants ». Disponible en ligne sur : <https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/EzPublish/17-autorites-contrôle-regulation-secteur-financier.pdf>.

¹⁰⁷⁵ Comm. UE, communication au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions, 8 déc. 2010, COM (2010) 716 final, « Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers », p. 17. Disponible en ligne sur : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A52010DC0716>.

¹⁰⁷⁶ M. BAILLAT- DEVERS, « La preuve en droit des pratiques anticoncurrentielles », *thèse dactyl*, (dir.) M. BEHAR- TOUCHAIS, Paris, 2014, p. 195 et s. ; N. IDA, *op. cit.*, p. 527.

¹⁰⁷⁷ B. BOULOC, « Alternatives et articulations entre types de sanctions en matière financière », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-062, p. 430.

¹⁰⁷⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 525 faisant notamment référence aux décisions suivantes : AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, *Sté Sofiro et autres*, SAN- 2018-17 ; AMF, com. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15 ; AMF, comm. sanct., 22 déc. 2015, SAN- 2015-22 ; AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, SAN- 2019-05, §77 ; AMF, com. sanct., 8 nov. 2018, SAN-2018- 14.

concertations restent plutôt marginales et qu'il ne nous paraît dès lors pas pertinent d'instaurer un nouveau mécanisme reposant sur la délation et permettant de prémunir une personne fautive de toute répression. Cela réduirait par ailleurs corrélativement l'étendue et les possibilités d'indemnisation des victimes des abus de marché.

§2. Au regard de la contestation des présomptions de droit

Si l'ensemble des présomptions de culpabilité sont en principe simples, il a été démontré qu'elles constituaient en réalité des preuves irréfragables pour certaines. Or les présomptions de culpabilité ne permettent que de présumer l'élément matériel ou moral d'une infraction afin de neutraliser, dans un premier temps, l'avantage dont bénéficie en principe le mis en cause au regard de la présomption d'innocence¹⁰⁷⁹. Mais cette exception n'est qu'une exception et doit ainsi le rester, l'usage de présomptions irréfragables est en effet interdit tant internationalement que constitutionnellement¹⁰⁸⁰. Cette interdiction s'applique donc bien sur les autorités répressives à qui il n'appartient pas, par leur pratique décisionnelle, de venir empêcher la possibilité d'apporter la preuve contraire à l'infraction reprochée¹⁰⁸¹. Cette impossibilité se matérialise de plus seulement au niveau de l'AMF, sans pour autant être remise en cause par les juridictions supérieures de recours, ce qui témoigne qu'il est nécessaire de faire évoluer la répression administrative des abus de marché. Cette évolution s'impose d'autant plus que cette tendance décisionnelle est contraire au droit européen qui affirme et reconnaît le caractère simple des présomptions.

Mais, surtout, cette évolution est incontournable afin de conformer la pratique décisionnelle de l'AMF au respect de la présomption d'innocence. En effet, l'édiction de présomptions de culpabilité n'est possible que dans la limite du caractère réfragable de ces dernières. Ce caractère ne peut être simplement affirmé théoriquement ou figuré de cette manière dans les textes législatifs et administratifs, mais doit aussi pouvoir se concrétiser en pratique. L'exigence du caractère réfragable des présomptions de culpabilité est en effet une condition de validité pour l'édiction même de ces présomptions selon le Conseil constitutionnel et la CEDH. Il importe donc à l'AMF et aux juridictions de recours de se conformer sur ce point. Dans le cas contraire, l'édiction même de ces présomptions devrait être remise en cause et leur existence au sein de l'arsenal répressif ne devrait pas être permise. Ces présomptions de culpabilité portent en effet fondamentalement atteinte au principe selon lequel le doute profite à l'accusé et la charge de la preuve pèse sur l'accusation. Si la répression des abus de marché peut permettre que des aménagements soient mis en place afin de s'assurer que celle-ci soit effective, rapide et dissuasive, elle ne saurait permettre un blanc-seing de preuves au profit de l'autorité poursuivante. La pratique décisionnelle de l'AMF est donc contraire aux principes qui gouvernent la matière répressive¹⁰⁸² ainsi qu'au droit européen¹⁰⁸³ et donc au droit fondamental même de la présomption d'innocence.

¹⁰⁷⁹ J. BUISSON, v° « Preuve », *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale*, 2017, n°31 et s. ; P. MERLE, « Les présomptions légales en droit pénal », *LGDJ*, 1970, n° 43, p. 49.

¹⁰⁸⁰ Cons. const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC, §5 ; Cons. const., 10 juin 2009, n° 2009-580 DC, §17 ; Cons. const., 10 mars 2011, n° 2011-625 DC, §38 ; Cons. const., 16 sept. 2011, *Antoine J.*, n° 2011-164 QPC, §3 ; CEDH, 7 oct. 1988, *Salabiaku c. France*, n° 10519/83, §29 et CEDH, 25 sept. 1992, *Pham Hoang c. France*, n° 13191/87, §33.

¹⁰⁸¹ N. IDA, *op. cit.*, p. 601 ; F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 957.

¹⁰⁸² F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 979.

¹⁰⁸³ N. IDA, *op. cit.*, p. 689.

Il convient toutefois de s'attarder sur les présomptions auxquelles il est fait référence. Il s'agit en effet des présomptions d'utilisation d'une information privilégiée, d'illégitimité de cette utilisation, de conscience du caractère privilégié de celle-ci mais, aussi, de sensibilité sur le cours pour certaines informations, voire de détention de l'information privilégiée en raison de son caractère diabolique qui l'assimile à une présomption irréfragable¹⁰⁸⁴. Ces présomptions de culpabilité sont toutes liées au manquement d'initié. Elles se sont imposées par la difficulté particulière de rapporter la preuve d'un tel manquement. Toutefois, la pratique de l'AMF a dévié de l'utilisation qu'elle aurait dû en faire, en leur conférant ce caractère irréfragable ou diabolique, qui ne se retrouve pas devant les juges pénaux comme a notamment pu le souligner le Professeur F. Drummond¹⁰⁸⁵. Là encore, tant par le nombre moindre de présomptions de culpabilité existant devant les juges pénaux en comparaison avec l'AMF, que par la nature même de ces présomptions, il est possible de constater qu'une attention plus particulière et plus protectrice à l'égard du mis en cause se retrouve devant l'autorité judiciaire. Cela remet en question de nouveau la légitimité de la constitution d'une telle autorité administrative répressive. Celle-ci, bien que nécessaire pour assurer efficacement la répression des abus de marché, ne doit pas pour autant oublier qu'elle est soumise aux mêmes exigences que les juridictions pénales, dans la mesure où il lui a été confié un pouvoir de sanction. Cet aspect de la procédure pénale semble avoir été oubliée par l'Autorité des marchés financiers qui est dans une logique de recherche constante d'effectivité et d'efficacité de la répression.

Ainsi, il conviendrait que l'AMF modifie le plus rapidement possible sa pratique décisionnelle et rende aux présomptions de culpabilité édictées dans le domaine des manquements d'initié le caractère réfragable qui est le leur. Plusieurs auteurs rappellent cette nécessité, notamment N. Ida au regard de la présomption d'influence sensible sur le cours qui précise que « *le respect de la réglementation financière impose (...) à la Commission des sanctions de l'AMF de (...) s'intéresser au contexte dans lequel elle s'inscrit, ce qui implique de passer de la dispense de preuve à l'examen in concreto des arguments avancés* »¹⁰⁸⁶. En effet, le cas contraire revient à nier la présomption d'innocence, tout comme à compromettre l'équité de la procédure, particulièrement l'égalité des armes, ainsi que le droit à recours effectif¹⁰⁸⁷ dans la mesure où elles « *bâillonnent la bouche de celles des parties à laquelle la présomption est défavorable* »¹⁰⁸⁸ et « *ruine (ent) irrémédiablement les prétentions du justiciable en rendant incontestable la solution sur laquelle elle débouche* »¹⁰⁸⁹.

Néanmoins, comme il a pu l'être développé, il ne semble pas possible d'attendre de l'AMF qu'elle procède d'elle-même à cette évolution. Elle se conforte en effet dans sa pratique décisionnelle efficace. Les évolutions récentes au regard de l'application des présomptions n'ont été que faibles et ne se matérialisent pas par une meilleure protection du mis en cause. Le changement attendu dans l'application des présomptions de culpabilité par l'AMF semble donc devoir se matérialiser par l'intervention du juge étatique¹⁰⁹⁰ ou international¹⁰⁹¹. Ce n'est en effet presque qu'à travers son action

¹⁰⁸⁴ Commentaires ss. Article 9 de la DDHC, *Code constitutionnel et des droits fondamentaux Dalloz*.

¹⁰⁸⁵ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 979.

¹⁰⁸⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 687.

¹⁰⁸⁷ N. IDA, *op. cit.*, p. 690.

¹⁰⁸⁸ N. IDA, *op. cit.*, p. 689 citant C. GRIMALDI, « Preuve et droits fondamentaux en France », dans « La preuve », Travaux de l'Association Henri Capitant, Journées Pays- Bas/ Belgique, t. LXIII, 2013, *Larcier*, 2015, p. 161, n° 20, p. 174.

¹⁰⁸⁹ N. IDA, *op. cit.*, p. 690 citant A.- B. CAIRE, « Relecture du droit des présomptions à la lumière du droit européen des droits de l'homme », *Pedone*, 2012, p. 345.

¹⁰⁹⁰ V. par exemple : Cass. com., 1^{er} déc. 1998, n°96-20.189 ; Cass. com. 18 juin 1996, n°94-14.178 ; Cass. ass. plén., 5 févr. 1999, 97-16.440, *Oury* (pour un renforcement de la présomption d'innocence du mis en cause devant l'AMF).

que l'AMF a été amenée à changer ses pratiques antérieures vers un respect plus effectif des droits fondamentaux du mis en cause et, surtout, de sa présomption d'innocence.

Il semble néanmoins au regard de la jurisprudence actuelle que les juridictions de recours ne remettent pas en cause la pratique décisionnelle de la Commission des sanctions et son application irréfragable des présomptions de culpabilité. Il convient toutefois de préciser qu'un recours est en cours devant la Cour d'appel de Paris contre la décision de la Commission des sanctions du 28 mai 2021¹⁰⁹². Il s'agit d'une sanction pour manipulation de cours prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF, qui a fait l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris le 31 août 2021, puis d'un recours incident par le Président de l'AMF le 15 octobre 2021 d'après le site internet de l'AMF¹⁰⁹³. La Cour d'appel s'est déjà prononcée par une ordonnance du 15 décembre 2021 afin d'ordonner le sursis à exécution de cette décision¹⁰⁹⁴. Or, il est intéressant de souligner que l'on retrouve, dans l'un des moyens soulevés par le mis en cause, l'atteinte portée à sa présomption d'innocence au regard de la notification des griefs qui utilise l'indicatif au lieu du conditionnel¹⁰⁹⁵. Si ce recours ne concerne pas directement les présomptions de culpabilité édictées au sein des abus de marché, ce dernier permettra néanmoins de relever ou non si une attention scrupuleuse aura été portée par la Cour d'appel sur le respect de la présomption d'innocence par les pratiques de l'AMF. Néanmoins, ce recours confirmera probablement la tendance actuelle des juridictions de recours qui ne remettent pas en cause les décisions de sanction prononcées par l'AMF, sauf manquement mettant « *gravement en péril l'exercice, par la partie sanctionnée, de ses droits de la défense (et donc aussi du respect sa présomption d'innocence) et menaçant sérieusement d'annulation la décision, de sorte que son exécution dans ses conditions serait de nature à engendrer les conséquences manifestement excessives visées par l'article L621-30 du CMF* »¹⁰⁹⁶.

Une telle évolution de la pratique décisionnelle de l'AMF ne semble donc pouvoir se matérialiser qu'à travers l'intervention du Conseil Constitutionnel ou de la Cour européenne des droits de l'homme. Si deux QPC ont pu être posées récemment à la Cour de cassation sur ce point afin de voir leur transmission au juge constitutionnel, ce dernier n'a pas encore eu l'occasion de se prononcer puisque la Cour de cassation a jugé que les questions en cause ne présentaient pas de caractère sérieux¹⁰⁹⁷. Toutefois, les questions visaient ici l'utilisation de la méthode du faisceau d'indices au regard du délit d'initié et son impact sur le mis en cause au regard de la preuve négative qu'il devait rapporter. Pour autant, la Cour de cassation avait déjà eu l'occasion de se prononcer directement sur une présomption de droit en 2015, à savoir celle d'utilisation de l'information privilégiée, instaurée au regard du délit

¹⁰⁹¹ V. par exemple CEDH, 25 juin 2014, *Nodet c. France*, n°47342/14 au regard du principe non bis in idem.

¹⁰⁹² AMF, comm. sanct., 28 mai 2021, SAN-2021-09.

¹⁰⁹³ <https://www.amf-france.org/fr/sanctions-transactions/decisions-de-la-commission-des-sanctions/decision-de-la-commission-des-sanctions-du-28-mai-2021-legard-de-la-societe-global-derivative>.

¹⁰⁹⁴ CA Paris, 15 dec 2021 n°21/13510.

¹⁰⁹⁵ CA Paris, 15 dec. 2021, n°21/13510, p.3 et 7 : selon les requérants « il est soutenu que la rédaction des notifications de griefs adressées aux requérants porte atteinte à leur présomption d'innocence car le Collège y considère comme établis des faits qu'il qualifie de manquements administratifs », et que « Dans sa décision SAN-2009-27 en date du 23 décembre 2008, la Commission des sanctions de l'AMF a précisé que le respect de la présomption d'innocence par le Collège (organe de poursuite) passait par l'emploi du conditionnel » ce à quoi rétorque l'AMF « que selon une jurisprudence constante, une notification de griefs n'est pas de nature à s'inscrire en méconnaissance du principe de présomption d'innocence » et qu'« en outre, comme l'a relevé la Commission des sanctions dans sa décision, les notifications de griefs adressées aux requérants utilisent bien le conditionnel pour qualifier les faits reprochés (cf. pièce adverse n° 3, pages 1 et 2) ».

¹⁰⁹⁶ CA Paris, 15 dec 2021 n°21/13510, p. 2.

¹⁰⁹⁷ Cass. crim., 15 déc. 2021, n° 21-83.500, QPC ; Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500, QPC.

d'initié. Néanmoins, dans ces trois décisions, la Cour a refusé de transmettre la QPC au Conseil constitutionnel en retenant qu'aucune atteinte n'était portée à la présomption d'innocence dans la mesure où les présomptions édictées pouvaient être renversées par « *la preuve contraire* »¹⁰⁹⁸. Il peut paraître regrettable que ces questions n'aient pas été transmises au juge constitutionnel, à qui seul il appartient de répondre aux allégations selon lesquelles la loi porterait atteinte à un droit fondamental garanti par la constitution¹⁰⁹⁹.

Toutefois, il convient de nuancer : ce sont les présomptions édictées au sein du délit d'initié qui étaient ici en cause et non pas les présomptions appliquées par l'AMF au regard du manquement. Or, comme précédemment relevé, les présomptions de culpabilité sont bien appliquées de manière réfragables devant les juges judiciaires. En réalité, puisque le manquement d'initié et donc l'application des présomptions qui en résulte découlent du Règlement européen MAR, c'est une intervention internationale qui semble plus pertinente, par un renvoi préjudiciel devant la CJUE notamment ou encore par une condamnation de la France par la CEDH¹¹⁰⁰, afin de condamner l'application concrète des présomptions de culpabilité effectuée par l'AMF en contrariété avec la présomption d'innocence.

Ainsi, le fait que les changements antérieurs dans la pratique décisionnelle de l'AMF soient provenus de juridictions supérieures témoigne de l'importance tant symbolique que pratique de ces dernières, et témoigne que les juges sont bel et bien, *in fine*, les premiers gardiens du respect des droits fondamentaux de l'individu. Des modifications sont donc nécessaires afin de pouvoir concilier « *l'objectif d'efficacité de la répression (...) ainsi que le respect des droits de la défense* »¹¹⁰¹. En effet, comme le souligne très bien un auteur, « *les rapports entre l'autorité de marché et le juge ne sont (...) pas des rapports de concurrence, mais de complémentarité : l'action du régulateur sera d'autant plus efficace qu'elle sera respectueuse des principes juridiques* »¹¹⁰². Une telle évolution de la pratique décisionnelle de l'AMF – qui n'a pour l'instant toujours pas eu lieu – serait ainsi bienvenue et même particulièrement attendue.

Enfin, il peut être également pertinent de préciser qu'une évolution dans la pratique décisionnelle des autorités répressives des abus de marché pourrait également se matérialiser à travers l'édiction de faits justificatifs nouveaux. Ces derniers viendraient ainsi éliminer la responsabilité retenue à l'encontre du mis en cause. Une telle évolution, bien que peu probable à l'heure actuelle au regard de la jurisprudence, peut néanmoins être mentionnée dans la mesure où des faits justificatifs spéciaux ont pu être découverts en matière pénale des affaires, afin d'adapter le droit pénal aux spécificités du monde auquel il était confronté. Cela est notamment le cas en ce qui concerne les groupes de société, où la chambre criminelle a reconnu que l'existence d'un tel groupe pouvait légitimer des transferts de fonds d'une société à l'autre s'il y avait des liens financiers entre les sociétés, un intérêt propre du groupe et que l'opération n'était pas démunie de contrepartie ni n'excédait les possibilités de celle qui en

¹⁰⁹⁸ Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14-84.562 ; Cass. crim., 15 déc. 2021, n° 21-83.500 ; Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500, QPC.

¹⁰⁹⁹ Article 9 de la DDHC.

¹¹⁰⁰ Afin de respecter l'article 48 de la Charte DUE et l'article 6 §2 de la CESDH.

¹¹⁰¹ E. ROGEY, J.-G. DE TOCQUEVILLE, « Une définition communautaire de la notion d'utilisation d'une information privilégiée », *Recueil Dalloz, D.* 2010. 2313.

¹¹⁰² J.- C. MAGENDIE, « Le rôle du juge sur l'action sanctionnatrice de l'Autorité des marchés financiers », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-060, p. 421.

supportait la charge¹¹⁰³. Egalement, la Cour a pu admettre la validité de délégations de pouvoir dans le cadre d'un groupe de société¹¹⁰⁴.

Toutefois, l'éventualité de recourir à la délégation de pouvoir en matière boursière comme fait justificatif ne semble pas pouvoir être admise prochainement, comme il a été possible de le souligner. Si un auteur relève que ces évolutions jurisprudentielles permettent de considérer qu'il est possible que la Cour de cassation « ouvre la voie à d'autres solutions »¹¹⁰⁵, il faut souligner que ces références jurisprudentielles concernent plus particulièrement les groupes de sociétés, dont la consistante particulière peut en effet justifier des adaptations juridiques. Or, une telle adaptation à la matière boursière ne semble pas de mise au regard du souci de répression effective particulièrement caractérisé qui l'anime et dont l'édiction des nombreuses présomptions de culpabilité et leur caractère particulièrement contraignant ne fait que confirmer.

Toutefois, une telle évolution dans la répression des abus de marché pourrait se matérialiser au demeurant par un recours plus conséquent aux magistrats.

§3. Au regard d'un renforcement des moyens à la disposition des magistrats

En effet, il apparaîtrait opportun de favoriser le recours aux délits relatifs aux abus de marché, et plus particulièrement au délit d'initié, plutôt qu'aux manquements dans la procédure d'aiguillage matérialisée à l'article L465-3-6 du CMF. Si l'intervention du juge pénal dans la répression des abus de marché confère un côté plus infamant pour le mis en cause et porte ainsi une atteinte morale plus ample et plus conséquente à sa réputation, une telle intervention a néanmoins le mérite de conférer un caractère plus respectueux à sa présomption d'innocence. En effet, les présomptions de culpabilité conservent leur caractère réfragable devant le PNF comme cela est exigé pour leur validité ; la pratique décisionnelle des juges pénaux ne s'en dévie pas. Comme le souligne un auteur, « les magistrats de l'ordre judiciaire apparaissent comme les délégataires naturels de la fonction de dire le droit et d'arbitrage entre des intérêts antagonistes »¹¹⁰⁶ et sont en effet soumis à une garantie d'indépendance issue de la Constitution¹¹⁰⁷.

Toutefois, comme il l'a été précisé, la répression des abus de marché devant les juges pénaux reste limitée dans la mesure où les juges du PNF ne disposent pas de moyens d'une même ampleur et de même degré que ceux à la disposition des agents de l'AMF. Les juges pénaux n'ont en effet pas la possibilité d'agir aussi promptement que les agents de l'AMF. De même, ce recours plus limité au juge dans la répression des abus de marché pourrait aussi s'expliquer par une spécialisation moins importante de ce dernier en la matière. Pour un auteur, la technicité des infractions boursières nécessite « la maîtrise de divers concepts et mécanismes qui pourrait amener, soit à leur adjoindre des professionnels pour le jugement de ces infractions, soit à améliorer leur spécialisation »¹¹⁰⁸.

¹¹⁰³ Cass. crim., 4 févr. 1985, *Rozenbulm*, n° 84-91.581.

¹¹⁰⁴ Cass. crim., 26 mai 1994, n°93-83.180.

¹¹⁰⁵ B. BOULOC, « Présomption d'innocence et droit pénal des affaires », v° Doctrine, *Sommaire du n°3-1995*, p. 472.

¹¹⁰⁶ A. VIGNON, *op. cit.*, n° 656, p. 557.

¹¹⁰⁷ Article 64 de la Constitution de la Ve République du 4 oct. 1958.

¹¹⁰⁸ A. VIGNON, *op. cit.*, n° 656, p. 558. V. aussi C. BRUSCHI, « Parquet et politique pénale depuis le XIX^e siècle », *PUF, coll. « Droit et justice »*, 2002, p. 267 ; L. VOGEL, « Le juge et le marché boursier », *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde*, 1994, p. 181 : « Les inconvénients sont doubles : le juge est loin du marché ; on l'a dit, le monde de la justice n'est pas le monde de la bourse ; le contrôle professionnel paraît plus efficace. De plus, le droit

Ainsi, pour permettre un recours plus large aux délits relatifs aux abus de marché plutôt qu'aux manquements, il peut être opportun d'envisager le renforcement des moyens tant humains que matériels à la disposition du PNF, afin d'assurer une répression plus indépendante de l'AMF. Ce renforcement des moyens humains pourrait ainsi avoir lieu à travers la consécration d'un nombre plus important de magistrats en ce domaine ou, également, par l'adjonction de professionnels afin d'avoir une formation mixte de jugement. L'échevinage permettrait d'apporter une « aide technique » et un « éclairage »¹¹⁰⁹ de la part des experts aux magistrats. Un tel système se retrouve notamment au sein des juridictions des pays frontaliers de la France tels que l'Allemagne, où les infractions boursières relèvent de la compétence de la chambre pénale économique et financière qui est composée de deux magistrats professionnels et deux magistrats non professionnels. Un auteur relève la pertinence d'une telle composition afin de satisfaire « faute de moyens, (...) le principe de célérité »¹¹¹⁰. La doctrine est également plutôt favorable à une telle solution¹¹¹¹ et l'Assemblée Nationale a également pu publier un rapport sur la pertinence d'étendre ou non l'échevinage en France à d'autres juridictions¹¹¹². Toutefois certaines réserves ont pu aussi être prononcées au regard notamment du risque de partialité de ces professionnels ou de leur réelle compétence¹¹¹³. Si une telle solution pourrait en effet résoudre, dans une certaine mesure, le souci de célérité de la répression et apporter davantage une compétence technique en matière boursière aux juges pénaux, elle peut peut-être sembler trop intrusive. En effet, il ne faut pas oublier le caractère pénal de la matière. De plus, il existe déjà des professionnels au sein de l'AMF et, comme nous l'avons vu, il est possible pour le PNF, d'obtenir de l'AMF « la communication de tous les renseignements détenus par celle-ci dans le cadre de l'exercice de ses missions »¹¹¹⁴. De plus, au regard de l'article L466-1 du CMF, l'avis de l'AMF doit obligatoirement être demandé en cas de poursuites engagées au regard des articles L465-1 à L465-3-3 du CMF relatifs aux abus de marché.

Ainsi, la participation de professionnels au sein de la répression pénale est déjà, dans une certaine mesure, caractérisée. Cette participation de l'AMF permet en effet d'éclairer les magistrats du PNF sur les faits reprochés et sur les modalités de fonctionnement du marché¹¹¹⁵.

prétorien souffre de certaines imperfections : c'est un droit pathologique, casuistique, impressionniste, sujet à revirements, qui n'offre pas de vision d'ensemble ; le contrôle administratif peut sembler plus efficace. Le droit du juge a cependant l'immense avantage d'offrir un débat contradictoire, qui correspond au degré de complexité accru du système économique et social et favorise dans une mesure appréciable l'acceptation des décisions. Cette nécessité s'impose d'autant plus lorsque l'on passe du domaine du contrôle à celui de la répression ».

¹¹⁰⁹ A. VIGNON, *op. cit.*, n°657, p. 559.

¹¹¹⁰ G. GIUDICELLE-DELAGE, « Droit pénal des affaires en Europe », *PUF, coll. Thémis Droit*, 2006, n° 25, p. 29. L'auteur considère que la particularité et complexité de l'infraction « conduisent d'autant plus souvent les procureurs allemands à déclencher les poursuites devant le tribunal régional (puis) qu'elles signifient un surcroît de diligences que les tribunaux d'échevins ne pourraient, faute de moyens, satisfaire sans attenter au principe de célérité ».

¹¹¹¹ V. notamment F.-X. LUCAS, « Faut-il dépénaliser la vie des affaires ? », *BJS*, mars 2008, n°JBS-2008-3-edito, p. 167 ; Y. PACLOT, « Les propositions du groupe de travail sur la dépénalisation de la vie des affaires visant à supprimer le cumul de sanctions pénale et administrative en matière financière », *RDBF* n° 2, mars-avr. 2008, p. 1.

¹¹¹² ASSEMBLEE NATIONALE, Rapport de l'Assemblée nationale faite au nom de la commission d'enquête (1) sur l'activité et le fonctionnement des tribunaux de commerce, t. 1, deuxième partie : une juridiction à rénover, 1998, n°1038. Disponible en ligne sur : <https://www.assemblee-nationale.fr/11/dossiers/tribunaux-de-commerce/rap2p2.asp>.

¹¹¹³ C. ARSOUZE, « Réflexions sur les propositions de Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *BJB* juin 2008, n°JBB-2008-028, p. 246 ; C. ARSOUZE, « Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions », *Joly éditions*, 2008, n° 185 et 187.

¹¹¹⁴ Article L621-20-1 du CMF dont les informations et actes pouvant être transmis sont notamment précisé par les articles L621-20-4 et R465-1 du CMF.

¹¹¹⁵ A. VIGNON, *op. cit.*, n°659, p. 561.

Un auteur a alors pu arguer qu'il faudrait privilégier une spécialisation plus complète des magistrats de l'ordre judiciaire afin de répondre au souci de complexité des opérations matérialisant les abus de marché et contrer les techniques de dissimulations employées¹¹¹⁶. Pour ce dernier, ce manque de spécialisation pourrait en effet expliquer « *en partie le manque d'effectivité du droit pénal* »¹¹¹⁷. Mais il est possible de souligner qu'une telle spécialisation en la matière s'est déjà matérialisée historiquement à bien des égards en droit français au profit du PNF. L'article 517 du Code des délits et des peines du 3 brumaire an IV en faisait une première référence puisqu'il prévoyait des juges spéciaux pour les affaires qui avaient « *pour objet un faux en écriture ou fabrication, une banqueroute frauduleuse, une concussion, un pécuniaire, un vol de commis ou d'associés en matière de finance, commerce ou banque, une forfaiture, ou un délit imprimé* ». Des rapports ont ensuite préconisé une spécialisation des magistrats pour la délinquance financière¹¹¹⁸ et c'est par la loi n°75-701 du 6 août 1975 qu'une telle spécialisation a pu d'abord se matérialiser en créant le pôle financier du tribunal de Paris dont l'efficacité a été renforcée par des lois subséquentes¹¹¹⁹.

C'est néanmoins la création du Parquet National Financier par la loi organique du 6 décembre 2013 et la loi du même jour relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière qui a abouti à cette spécialisation¹¹²⁰. Ce dernier bénéficie en effet d'une compétence étendue sur l'ensemble du territoire national et exclusive pour la répression des abus de marché. Le procureur de la république a de plus la possibilité de faire appel à des services d'enquêtes spécialisées. En effet, les services et offices qui composent la sous-direction de la lutte contre la criminalité organisée et la délinquance financière (SDLCF) ont été réorganisés dès le 1^{er} juillet 2019 et la sous-direction de la lutte contre la criminalité financière a été créée et est entièrement dédiée à la lutte contre les infractions financières et fiscales¹¹²¹. Cette sous-direction comporte deux offices centraux : l'OCLCIFI¹¹²² qui est considéré comme l'« *interlocuteur naturel* » du PNF¹¹²³, ainsi que l'OCRDF¹¹²⁴. Le PNF peut, de plus, faire appel, à des fonctionnaires ou des personnes diplômées justifiant d'une expérience financière, qui sont mis à la disposition des juridictions spécialisées en

¹¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹¹⁷ A. VIGNON, *op. cit.*, n°660, p. 561. Dans le même sens, V. aussi : H. DE VAUPLANE et O. SIMART, « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », *RD bancaire et bourse* 1996, p. 158.

¹¹¹⁸ V. notamment le rapport Arpaillage (P. ARPAILLANGE, « Rapport au Garde des Sceaux : pour une réforme d'ensemble de la justice pénale », *Direction des affaires criminelles et des grâces, Ministère de la Justice*, juillet 1972).

¹¹¹⁹ La loi n°94-89 du 1^{er} février 1994 a complété la liste d'infractions relevant de ces juridictions et a modifié le mécanisme de dessaisissement à leur profit et instauré des parquets spécialisés en matière économique et financière. Création également des JIRS par la loi Perben II du 9 mars 2004.

¹¹²⁰ Loi organique n° 2013-1115 du 6 décembre 2013 relative au procureur de la République financier ; Loi n° 2013-1117 du 6 décembre 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière.

¹¹²¹ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p. 591 et 592 : « elle comprend cent quatre-vingts fonctionnaires (policiers, personnels administratifs, gendarmes, agents de la Direction générale des finances publiques et des Douanes) répartis dans deux offices centraux, la Brigade nationale des enquêtes économiques (BNEE) et des services d'appui opérationnels (qui) comprennent une section FORENSIC, chargée de l'analyse de la preuve numérique, un service d'information de renseignement et d'analyse stratégique sur la criminalité organisée (SIRASCO) en charge du renseignement financier et de l'analyse stratégique et un bureau des officiers de liaison, qui permet à la sous-direction d'avoir un contact permanent avec TRACFIN et l'administration des douanes ».

¹¹²² L'office central de lutte contre la corruption et les infractions financières et fiscales qui a été créé par la loi n°2013-1117 du 6 déc. 2013 en même temps que le PNF.

¹¹²³ MINISTÈRE DE LA JUSTICE, Circulaire du 31 janvier 2014 de politique pénale relative au procureur de la République financier, 31 janv. 2014, NOR : JUSD1402887C, p. 5-8. Disponible en ligne : http://www.textes.justice.gouv.fr/art_pix/JUSD1402887C.pdf.

¹¹²⁴ L'office central pour la répression de la grande délinquance financière qui intervient lorsque les délits boursiers constituent une infraction terroriste selon l'article 421-1, 7° du CP.

matière économique et financière (les « *assistants de justice spécialisés* »)¹¹²⁵. Ces derniers permettent ainsi de contribuer au travail du PNF et, notamment, de limiter l'ouverture d'informations judiciaires inutiles puisqu'ils peuvent effectuer un tri préalable des plaintes qui sont déposées¹¹²⁶.

La spécialisation de ces magistrats ne serait dès lors pas nécessairement le point à remédier, d'autant plus que cette spécialisation n'a pas modifié le « *faible nombre de décisions rendues comparativement au chiffre réel des pratiques illégales sur les marchés* »¹¹²⁷. En réalité, ce qu'il importe est de faire de la répression de la délinquance économique et financière une « *préoccupation de premier plan* »¹¹²⁸, permettant ainsi un retour plus marqué et un respect plus effectif de la présomption d'innocence de la personne mise en cause. Comme le relève un auteur, « *les transferts de compétence au profit de l'autorité de régulation (sont) justifiées, non par une inadaptation du droit pénal, mais par un manque de moyens matériels, par une absence réelle de volonté répressive ou par un souci de célérité* »¹¹²⁹. Il conviendrait dès lors d'attribuer particulièrement des moyens supplémentaires en personnel, mais aussi en matériel au PNF et donc de renforcer aussi les moyens budgétaires, afin que ce dernier puisse enquêter et recueillir efficacement et rapidement les preuves nécessaires à la répression des abus de marché.

Il convient toutefois de souligner que pour les infractions boursières, le PNF a déjà la possibilité de recourir à des techniques spéciales d'enquête telles que la surveillance, l'infiltration, l'interception de correspondances, la sonorisation et la fixation d'images de certains lieux ou véhicules, la captation de données informatiques, ou encore la prise de mesures conservatoires sur les biens de la personne mise en examen¹¹³⁰. Ces moyens sont donc conséquents et diffèrent de ceux de droit commun, mais restent néanmoins largement insuffisants au regard des moyens dont dispose l'AMF. Or, « *véritable acteur dans l'ordre public financier, le juge doit investir les questions financières* » même si on ne lui « *prête pas toujours une vocation naturelle (dans ce domaine)* »¹¹³¹. Il faut en effet permettre au PNF de s'intégrer davantage dans la régulation et la répression financière¹¹³².

En effet, le renforcement des moyens à la disposition du PNF permettrait dès lors un recours plus important à la justice pénale dans la répression des abus de marché et serait ainsi corrélé à une protection plus efficace et surtout plus effective de la présomption d'innocence du mis en cause, dont les juges pénaux sont plus respectueux. Cela permettrait de redonner au juge « *son rôle dans la mise en œuvre (des règles pénales) et de contrôle de la protection des libertés individuelles* »¹¹³³. L'enquête en cours contre J.-C. Naouri, le PDG du groupe *Casino*, illustre une saisine récente du PNF pour délit d'initié et de manipulation de cours, qui ne peut qu'être encouragée.

¹¹²⁵ Article 706 du CPP issu de la loi n°98-546 du 2 juillet 1998.

¹¹²⁶ D. MARTIN, E. DEZEUZE, F. BOUAZIZ, R. SALOMON, M. FRANCON, *op. cit.*, p.590.

¹¹²⁷ A. VIGNON, *op. cit.*, n°662, p. 563.

¹¹²⁸ *Ibid*, n°663, p. 564.

¹¹²⁹ *Ibid*. V. aussi dans le même sens : C. BRUSCHI, « Parquet et politique pénale depuis le XIX^e siècle », *PUF, coll. « Droit et justice »*, 2002, p. 267 ; S. PORTELLI, « Les sanctions pénales en matière économique et financière », *LPA* 12 janv. 2006, p. 17.

¹¹³⁰ Respectivement CPP, art. 706-80 ; CPP, art. 706-81 à 706-87 ; CPP, art. 706-95 ; CPP, art. 706-96 à 706-102 ; CPP, art. 706-102-1 à 706-102-9 ; CPP, art. 706-103.

¹¹³¹ J.- C. MAGENDIE, « Le rôle du juge sur l'action sanctionnatrice de l'Autorité des marchés financiers », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-060, p. 421.

¹¹³² M.-A. FRISON- ROCHE, « Une « politique de sanction » peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-066, p. 445.

¹¹³³ A. VIGNON, *op. cit.*, n°663, p. 565.

Ainsi, il est possible de constater que plusieurs moyens pourraient être mis à la disposition du mis en cause pour permettre un respect plus effectif de sa présomption d'innocence. Ces moyens pourraient tout d'abord se matérialiser à titre préventif au niveau de la phase d'enquête, afin de réduire les opportunités qu'a l'AMF, précisément, d'instaurer des situations favorables à l'édiction future de présomptions de culpabilités à l'encontre du mis en cause. Mais ces présomptions tant de fait que de droit, pourraient également être elles-mêmes remodulées, en modifiant la preuve par faisceau d'indices ou par extrapolation et, surtout, en corrigeant la pratique décisionnelle de l'AMF. Dans l'attente d'une telle évolution, un recours plus important au juge pénal dans la répression des abus de marché peut être préconisée dans la mesure où c'est auprès des juges pénaux que le respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause tend à se matérialiser avec le plus d'ampleur.

Ainsi, bien que difficile, assurer l'efficacité de la répression des abus de marché et le respect effectif de la présomption d'innocence du mis en cause n'est ni impossible ni incompatible. Toutefois, les moyens à la disposition de ce dernier pour combattre les présomptions de culpabilité édictées au sein des abus de marché sont encore largement insuffisants. Ils ne permettent pas, en effet, de rétablir une situation d'égal à égal lors de la phase d'enquête particulièrement coercitive menée par l'AMF, ni de neutraliser efficacement la méthode du faisceau d'indices employée par l'AMF ou les juges pénaux pour le délit d'initié. De même, la possibilité pour le mis en cause d'éliminer sa responsabilité par la preuve d'un fait justificatif est en réalité particulièrement limitée et difficile à matérialiser pour ce dernier. Il lui est pour le moment simplement possible d'empêcher le déclenchement des présomptions de culpabilité, notamment à travers la caractérisation d'un comportement légitime.

Toutefois, la possibilité de recourir à de telles présomptions de légitimité est particulièrement restreinte et ne permet pas d'assurer efficacement le respect de la présomption d'innocence de tout individu. C'est donc au stade du renversement des présomptions de culpabilité qu'il convient de se reporter. Or, devant l'AMF, cette possibilité est également interdite au mis en cause pour un nombre important de présomptions, où seule la caractérisation d'un fait justificatif permettrait de les renverser. Une telle situation n'est pas compatible avec le respect de la présomption d'innocence du mis en cause qui impose, pour que de telles présomptions de culpabilités soient valables et puissent être édictées, que ce dernier puisse les renverser. Seuls les juges pénaux sont donc en conformité, tant constitutionnellement, qu'internationalement, avec le respect de la présomption d'innocence du mis en cause, ce qui rappelle leur rôle particulièrement important au regard du respect des droits fondamentaux de l'individu. La mise en œuvre d'un nombre important de nouveaux moyens pourrait donc être préconisée, afin de rétablir une conciliation adéquate entre la répression effective des abus de marché et le respect de la présomption d'innocence du mis en cause.

Si ces moyens pourraient être mis en œuvre tant durant la phase d'enquête de l'AMF, qu'au regard de l'utilisation de la méthode du faisceau d'indices, c'est surtout au regard de la réformation de la pratique décisionnelle de l'AMF et d'un recours plus important à la répression pénale qu'il convient de se concentrer. Une harmonisation entre les deux objectifs de protection de la présomption d'innocence et de répression effective des abus de marché pourrait en effet se matérialiser à travers une convergence de la politique répressive de l'AMF et du PNF. Contrairement à ce qu'avait pu soulever un auteur en arguant que le Ministère public devait « *prendre acte de la prévalence de l'autorité de marché pour fixer la politique de sanction parce qu'elle est à l'intérieur du marché et proche des opérateurs dans une répression dont l'efficacité dépend de sa proximité avec ceux-ci* » et

qu'il devait servir « *avant tout (...) la finalité systémique des sanctions* »¹¹³⁴, c'est plutôt une convergence vers la politique de sanction du PNF qu'il convient de préconiser, afin d'assurer véritablement un respect effectif de la présomption d'innocence, sans porter pour autant une atteinte excessive à l'efficacité de la répression des abus de marché.

¹¹³⁴ M.-A. FRISON- ROCHE, « Une « politique de sanction » peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-066, p. 445

CONCLUSION

Ainsi, au fil de nos raisonnements, il a été possible de constater et démontrer que l'effectivité de la présomption d'innocence était mise à mal au sein des abus de marché par le souhait d'assurer une répression efficace de ces derniers. Cette nécessité d'efficacité se manifeste à travers l'édiction de multiples présomptions de culpabilité qui viennent préserver par prédilection l'intégrité du marché et la confiance des différents investisseurs dans ce dernier, au détriment de la présomption d'innocence de la personne suspectée.

Les présomptions tant de fait que de droit édictées permettent en effet de renverser la charge de la preuve au détriment du mis en cause et viennent s'ajouter et se cumuler entre elles, afin d'assurer au plus haut point la protection du marché. Un tel objectif est en effet louable et nécessaire mais doit néanmoins pouvoir se concilier avec le respect du droit fondamental de l'individu mis en cause qu'est sa présomption d'innocence. Or, cette volonté de protection de l'intégrité du marché supplante celle de protection effective de la présomption d'innocence du mis en cause en raison du fait qu'elle entend réprimer une délinquance spécialisée qui dispose de compétences particulières et qui est plus prompte et apte à dissimuler la commission des infractions.

L'édiction et l'imbrication des présomptions de culpabilité portent ainsi de multiples atteintes à la présomption d'innocence, alors même qu'il n'existe encore que peu de moyens à la disposition de la personne suspectée pour les combattre et les renverser. En effet, ces derniers sont en pratique soit indisponibles car inexistant du fait du caractère irréfragable de la présomption, soit disponibles mais inutilisables du fait du caractère quasi irréfragable de la présomption en raison du caractère diabolique de la preuve ou de la nécessité de caractériser un fait justificatif qui ne devrait pas avoir à être invoqué à ce stade probatoire. Comme le rappelle B. Bouloc, « *quand bien même la jurisprudence affirme que la preuve contraire peut être rapportée, il faut bien reconnaître que le chemin indiqué est des plus étroits* »¹¹³⁵. Or, dans un tel cas, l'édiction de présomptions de culpabilité et la poursuite répressive engagée n'auraient ainsi plus pour « *but (..) la recherche de la vérité, mais l'infliction d'une sanction* »¹¹³⁶. Le droit pénal et la procédure pénale semblent ainsi contribuer à titre principal à la protection de l'intégrité du marché et du libre jeu de l'offre et de la demande et seulement à titre accessoire à la protection effective de la présomption d'innocence des personnes poursuivies.

Toutefois, cette entorse à la présomption d'innocence n'est en réalité caractérisée et ne devient véritablement attentatoire qu'au niveau de l'AMF, les juges pénaux laissant toujours la possibilité à la personne poursuivie d'apporter la preuve contraire du fait présumé qui lui est reproché. Cette situation reste néanmoins particulièrement problématique si l'on souhaite assurer une conciliation concrète entre la présomption d'innocence du mis en cause et les présomptions de culpabilité édictées, puisque la très grande majorité des abus de marchés est poursuivie devant l'AMF. La seule situation qui permet, pour l'instant, d'atteindre une conciliation pertinente et véritable entre les différentes présomptions est la possibilité pour le mis en cause de recourir à des présomptions de comportement légitime. Ces dernières permettent effectivement de concilier à la fois effets bénéfiques sur le marché et protection de l'intégrité et de l'efficacité de celui-ci, ainsi que présomption d'innocence et poursuite de l'activité économique de la personne suspectée. La possibilité de recourir à des présomptions de

¹¹³⁵ B. BOULOC, « Présomption d'innocence et droit pénal des affaires », v° Doctrine, *Sommaire du n°3-1995*, p. 470.

¹¹³⁶ N. IDA, *op. cit.*, p. 601 et 602.

légitimité reste néanmoins trop ponctuelle et marginale pour permettre d'assurer une harmonie globale et adéquate entre présomptions de culpabilité et présomption d'innocence, d'autant plus que ces présomptions se limitent souvent à certaines catégories de professionnels et ne bénéficient pas à l'ensemble des mis en cause potentiels. Pour reprendre le titre de la chronique de S. Detraz, il n'y a pour l'instant au sein des abus de marché qu'une « *prétendue présomption d'innocence* »¹¹³⁷ face au « *conflit de présomptions* »¹¹³⁸.

Il est toutefois possible de relever quelques évolutions positives au fil des années vers un respect plus concret de la présomption d'innocence, notamment au niveau de l'AMF. En témoigne notamment l'assouplissement du caractère irréfragable que celle-ci a conféré à la présomption d'utilisation induite de l'information privilégiée. Ce changement d'approche n'est toutefois pas encore implanté de façon tangible au sein de l'ensemble de la pratique décisionnelle de l'AMF, mais peut laisser supposer ou espérer une évolution future probable ou du moins possible. Néanmoins, cette évolution ne doit pas être attendue du régulateur lui-même et ne sera très probablement amenée que par les gardiens naturels des droits et libertés fondamentaux, à savoir les juges étatiques ou internationaux. Comme le souligne avec pertinence un auteur, la « *mise en cause de certaines garanties substantielles (et) la multiplication des recours fondés sur les dispositions de la Convention européenne des droits de l'homme et des libertés fondamentales* » laissent penser « *que cette évolution n'est pas aboutie* »¹¹³⁹.

Cette supervision de la justice atteste ainsi qu'un contrôle existe et continuera de s'opérer afin d'arriver à une conciliation, au mieux, parfaite ou, pour le moins, la plus équilibrée possible entre l'effectivité de la présomption d'innocence et les différentes présomptions de culpabilité au sein des abus de marché. La voie vers une telle évolution jurisprudentielle pour un respect plus effectif de la présomption d'innocence reste donc ouverte.

¹¹³⁷ S. DETRAZ, « La prétendue présomption d'innocence », *Dr. pén.* 2004, étude 3., p. 4 à 8.

¹¹³⁸ P. MALAURIE et P. MORVAN, « Introduction au droit », *LGDJ* 8e éd., 2020, n° 162, p. 200.

¹¹³⁹ A. VIGNON, *op. cit.*, p. 296.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GENERAUX, MANUELS, TRAITES, THESES, ESSAIS

- AMBROISE-CASTEROT C., « Droit pénal spécial et des affaires », *Gualino* 3^e éd., 2012, n°580
- ARSOUZE C., « Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions », *Joly éditions*, 2008, n° 185 et 187
- AUBRY et RAU, « Cours de droit civil français », t. XII, *Marchal et Billard* 5^e éd., Paris, 1922, §750, p. 101
- AYNES A. et VUITTON X., « Droit de la preuve », *LexisNexis* 2^e éd., 2017, n° 82, p. 54
- BAILLAT- DEVERS M., « La preuve en droit des pratiques anticoncurrentielles », *thèse dactyl.* (dir.) BEHAR- TOUCHAIS M., Paris, 2014, p. 195 et s
- BARBIER H., « La liberté de prendre des risques », *PUAM*, 2011
- BARBIER H. et GHESTIN J., « Traité de droit civil, Introduction générale », 5^e éd., t. 2, *LGDJ*, 2020, p. 326 et 328
- BERGEL J.-L., « Théorie générale du droit », *Dalloz* 5^e éd., 2012, n° 260, p. 331- 332
- BEUDANT C., BEUDANT R. et LEREBOURS- PIGEONNIERE P., par LAGARDE G. et PERROT R., « Cours de droit civil français³, t. IX, « Les contrats et les obligations », *Rousseau & Cie* 2^e éd., 1953, p. 378
- BENTHAM. J., « Traité des preuves judiciaires », par E. DUMONT, *éd. Bossanges Frères*, 1823, t. I, p. 163
- BEAUVAIS P. et PARIZOT R. (dir.), « Les transformations de la preuve pénale », *LGDJ*, 2018, p. 270 et s
- BONFILS P., GALLARDO E., « Droit pénal des affaires », *collection LGD- cours* 3^{ème} éd., août 2021
- BONNEAU T., « Régulation bancaire et financière européenne et internationale » *Manuel Bruylant Droit de l'Union européenne*, mars 2022, n°267 et 268
- BONNEAU T. et DRUMMOND F., « Droit des marchés financiers », *Economica*, 2010, n° 300, p. 431 et 432
- BONNEAU T., PAILLER P., ROUAUD A.- C., TEHRANI A. et VABRES R., « Droit financier », *LGDJ, coll. « Précis Domat »*, 3^e éd., 2021, n° 1488, p. 1003
- BOULOC B., « Procédure pénale », *Précis Dalloz* 28 éd., déc. 2021
- BOURETZ E. et EMERY J.- L., « Autorité des marchés financiers et Commission bancaire, Pouvoirs de sanction et recours », *Revue Banque coll. Droit- Fiscalité*. 2008, n° 34, p. 34
- BOURSIER M.- E., « Le principe de loyauté en droit processuel », *Dalloz*, 2003, n° 312, p. 183
- BRUN P., « Les présomptions dans le droit de la responsabilité civile », *thèse Grenoble* (dir.) DEJEAN DE LA BATIE N., 1993, p. 358 et 361
- BRUSCHI C., « Parquet et politique pénale depuis le XIX^e siècle », *PUF, coll. « Droit et justice »*, 2002, p. 267
- CAIRE A.-B., « Relecture du droit des présomptions à la lumière du droit européen des droits de l'homme », *Pedone*, 2012, p. 345

CARRON DE LA CARRIERE F., « France ! Oh France !: Qui es-tu ?... Quel sera ton demain ? », *Anovi*, août 2021, p. 11

COURET A., LE NABASQUE H., COQUELET M.-L., GRANIER T., PORACCHIA D., RAYNOUARD A., REYGROBELLET A., ROBINE D., « Droit financier », *Précis Dalloz* 3 éd. 3, 2019

DE GEOUFFRE DE LA PRADELLE G., « Essai d'introduction au droit français », *Erasme*, 1990, n° 584, p. 302

DECOTTIGNIES R., « Les présomptions en droit privé », *LGDJ*, Paris, 1950, n° 97, p. 239 et 245

DELMAS-MARTY M. et TEITGEN COLLY C., « Punir sans juger ? de la répression administrative au droit administratif pénal », *Economica*, 1992, p. 29

DESPORTES J.-F. et LE GUNEHÉC F., « Droit pénal général », *Economica* 9 éd., 2002, n° 611

DESPORTES J.-F., LAZERGES-COUSQUER L., « Traité de procédure pénale », *Economica* 1^{ère} éd., 2009, p. 121 et s

DONNEDIEU DE VABRES R., « Traité élémentaire de droit criminel et de législation pénale comparée », *Librairie du Recueil Sirey* 2^e éd., Paris, 1947, p. 1239

DREYER E., « La sécurité juridique et le droit pénal économique », dans BOY L., RACINE J.-B. et SIIRIAINEN F. (dir.), « Sécurité juridique et droit économique », *édition Larcier*, 2008, p. 443 et s

DRUMMOND F., « Droit financier- les institutions-les activités – les abus de marché », *Economica*, oct. 2020

DURANTON A., « Cours de droit civil français suivant le code civil », t. 13, 4e éd., *Thorel & Guilbert*, Paris, 1844, p. 424

ECKERT G., « Responsabilité des autorités de régulation », dans M. BAZEX, B. DU MARAIS, G. ECKERT R., LE BERRE R., LANNEAU R. et SEE A., « Dictionnaire des régulations », *LexisNexis*, 2015 p. 141 et s

ESMEIN P., « Cours de droit civil approfondi. Les preuves en droit civil », *Les cours de droit* 1955-1956, p. 321

FERRI E., « sociologie criminelle », *ancienne librairie Germer Baillière et compagnie*, Paris, 1905, n°73

GARRAUD R., « Traité théorique et pratique du droit pénal français », t. 1, *Librairie du Recueil Sirey*, 1913, n° 312

GIACOPELLI M. et CATELAN N., « Délit et manquement d'initiés », *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale Dalloz*, mai 2015, actualisation : octobre 2017, n°89

GIUDICELLE-DELAGE G., « Droit pénal des affaires en Europe », *PUF, coll. Thémis Droit*, 2006, n°25, p. 29

GOLTZBERG S., « L'argumentation juridique », *Dalloz, coll. « Connaissance du droit »* 5e éd., 2021

GORPHE F., « L'appréciation des preuves en justice. Essai d'une méthode technique », *Librairie du Recueil Sirey*, Paris, 1947, p. 146

GRIMALDI C., « Preuve et droits fondamentaux en France », dans « La preuve », *Travaux de l'Association Henri Capitant, Journées Pays- Bas/ Belgique*, t. LXIII, 2013, *Larcier*, 2015, p. 161, n° 20, p. 174

HEMARD J., TERRE F. et MABILLAT P., « Les réformes apportées à la loi sur les sociétés commerciales en décembre 1970 », *D.* 1971, chron. XXIII

HOULETTE E., « L'action du parquet national financier », *BJB* mars 2017, n° 116t0, p. 154

HUGO V., « Actes et Paroles », 1875-1876

IDA N., « La preuve devant l'Autorité des marchés financiers », *Dalloz* 1^{ère} éd., févr. 2022

KEITA B., « Essai sur la contribution de la commission des sanctions de l'AMF à la régulation financière », *Collection bibliothèque de l'IRJS- andré Tunc*, t. 81, 2017

LAURENT F., « Principes de droit civil français », t. 19, *Bruylant- Christophe et Cie & A. Durand, Pedone- Lauriel*, Bruxelles & Paris, 1876, p. 633

LAURENT F., « Principes de droit civil français », t. 17, *Hachette BNF*, sept. 2014, édition originale 1869-1878, n° 636, p. 654

LOYRETTE S., « Le contentieux des abus de marché », *Joly éd.*, 2007, n° 247

LUCAS DE LEYSSAC M.-P. et MIHMAN A., « Droit pénal des affaires », *Economica*, 2009, n° 73

MALAURIE P. et MORVAN P., « Introduction au droit », *LGDJ*, 8e éd., 2020, n° 162, p. 200

MARTIN D., DEZEUZE E., BOUAZIZ F., SALOMON R., FRANCON M., en collaboration avec RIVIERE G., « Les abus de marché », *LexisNexis* 2^e éd., mai 2021

MARTRON H., « Les droits de la personnalité des personnes morales de droit privé », *LGDJ coll. Thèses*, 2011

MATSOPOULOU H., « Le retour en grâce de l'intérêt personnel dans l'abus de biens sociaux », *D.* 2005. 2075

MAYAUD Y., « Dénonciation calomnieuse, ou du satisfecit de la Cour européenne après la loi du 9 juillet 2010 », *RSC Dalloz* 2011, p. 607

MERLE P., « Les présomptions légales en droit pénal », *LGDJ*, 1970, n° 43, p. 49

MERLE R. et VITU A., « Traité de droit criminel », v° « Procédure pénale », t.2, *Cujas* 5^e éd., 2000, p. 185

MERLE R. et VITU A., « Traité de droit criminel », t. 1, *Cujas* 7^e éd., 1997, n° 550

PERROUD T., « La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume- Uni », *Dalloz, coll. « Nouvelle Bibliothèque de Thèses »*, 2013, p. 994 et s

RASSAT M.-L., « Procédure pénale », *Ellipses* 3^{ème} éd., 2017

ROETS D., « La présomption d'innocence », *Connaissance du droit*, oct. 2019

ROLAND H. et BOYER L., « Adages du droit français », *Litec* 4e éd., 1999, n° 161

SALOMON R., MAISTRE DU CHAMBON P. et LEPAGE A., « Droit pénal des affaires », *Lexis Nexis*, 6^e éd., sept. 2020

SEN A., « L'idée de justice », *Flammarion*, 2009, p. 209 et s

STARCK B., ROLAND H. et BOYER L., « Introduction au droit », *Litec* 5e éd., 2000, p. 569

STEFANI G. et LEVASSEUR G., « Procédure pénale », *Précis Dalloz* 2^e éd., Paris, 1962, p. 276

SUDRE F., « Droit européen et international des droits de l'homme », *PUF* 10^e ed., 2011, n°286

TARDE G., « la philosophie pénale », 1890, Paris, *Cujas*, 1972, p. 451

TERRE F., « Introduction générale au droit », *Dalloz* 9^e éd., n°576

VERGES E., VIAL G. et LECLERC O., « Droit de la preuve », *PUF, coll. « Themis »*, 2015, p. 251

VÉRON M., « Droit pénal des affaires », *A. Colin* 7e éd., 2007, p. 316, n° 369

VIDAL G., « Cours de droit criminel et de science pénitentiaire », t. 2, *librairie nouvelle de droit et de jurisprudence*, Paris, 1901, n° 716

VIGNON A., « L'apport du droit pénal à la moralisation du marché boursier », *thèse de doctorat en droit privée sous la direction de P. Comte*, 14 sept. 2011

VOLTAIRE, « Zadig ou la destinée », 1747, *Beuchot*, 1829, p. 11. Disponible en ligne sur : https://www.ebooksgratuits.com/blackmask/voltaire_zadig.pdf

DICTIONNAIRES

CORNU G. (dir.), « Vocabulaire juridique », v° Présomption, *PUF, coll. « Quadrige »*, 8e éd., 2007, , p. 788

CORNU G. (dir.), « Vocabulaire juridique », v° État, IV, – de droit, *PUF, coll. « Quadrige »*, 8e éd., 2007

ARTICLES, ETUDES, ENCYCLOPEDIES JURIDIQUES

ARSOUZE C., « La difficile application de la preuve par faisceau d'indices graves et concordants au manquement de communication d'information(s) privilégiée(s) », *RTDF* n° 4/2010, n° 18, p. 57

ARSOUZE C., « Réflexions sur les propositions de Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *BJB* juin 2008, n° JBB-2008-028, p. 246

BARBIER H., « L'évolution du droit financier au contact des droits fondamentaux » , dans « Mélanges offerts en l'honneur du professeur Michel Germain », *LexisNexis- LGDJ*, 2015, p. 63 et p. 74 et 75

BASTUCK N., « La vache sacrée et le chien de garde ou comment la presse doit concilier son devoir « impérieux » d'information et le respect tout aussi « cardinal » de la présomption d'innocence », *Les Cahiers de la Justice* 2010/2 (N° 2), p. 95 à 103

BECCARIA C., « Des délits et des peines », 1764, traduit par CHAILLOU M., *Institut Copet*, Paris, 2011

BÉZARD P., « La mondialisation et les marchés financiers », *RJ com.* 2001, p. 178

BONNEAU T., « Responsabilité du fait des préposés et exonérations », *Dr. sociétés* 2008, n°257

BOULOC B., « Alternatives et articulations entre types de sanctions en matière financière », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-062, p. 430

BOULOC B., « Les infractions d'opposition aux fonctions au regard des droits fondamentaux », *RLC* 2013/35, n° 2292

BOULOC B., « Présomption d'innocence et droit pénal des affaires », v° Doctrine, *Sommaire du n°3-1995*

BRASART M., KLEIMAN R. et TOMAS M., « Le respect des droits de la défense dans le cadre des enquêtes internationales de l'AMF, un contrôle juridictionnel dont la portée demeure incertaine », *affaires - société et marché financier Dalloz actualité*, févr. 2019

BROCHIER E., « La loyauté de la preuve dans l'enquête AMF. Un principe affirmé, une mise en oeuvre très limitée », dans « La loyauté de la preuve en matière civile, commerciale, pénale et administrative », *Procédures* déc. 2015, n° 12, dossier 17

BUISSON J., v° « Preuve », *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale*, 2017, n°31 et s

CARBONNIER J., « La maxime nul n'est censé ignorer la loi », *Journées de la Société de législation comparée*, 1984, p. 321 et s

CAPPELLO A., « Autorités administratives indépendantes – Les garanties procédurales devant les autorités administratives indépendantes », *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale Dalloz*, oct. 2016, actualisation : juillet 2019, n°139

COHEN E. et PERES A., « La gestion sous mandat, une solution préventive au risque de délit d'initié ? », *Option finance* n° 895, 28 août 2006, p. 26

COHEN- BRANCHE M., « La présomption et ses effets », *BJB* juill. 2011, n°JBB-2011-0211, p. 464

CONAC P.- H., « AMF : Pouvoirs », *Etude Joly Bourse*, n°EA060, oct 2013

CONTE P., « La loyauté de la preuve en procédure pénale : fragile essai de synthèse », dans « La loyauté de la preuve en matière civile, commerciale, pénale et administrative », *Procédures* déc. 2015, n° 12, dossier 12

CUTAJAR C., Fasc. 20, *JCI pénal des affaires*, n°17

DAOUD E. et MIGNERAT L., « Introduction, les AAI : pouvoirs d'enquête et respect des droits de la défense », *RLDA* n° 93, mai 2014, p. 86

DE GAUDEMAR H., « La preuve devant le juge administratif », *Dr. adm.*, juin 2009, n° 6, étude 12

DECKERT K. et RONTCHEVSKY N., « La preuve de la détention et de l'utilisation d'une information privilégiée par la méthode du faisceau d'indices », dans « Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre, Autour du droit bancaire et financier et au-delà », *Joly*, 2017, p. 271

DETRAZ S., « La prétendue présomption d'innocence », *Dr. pén.* 2004, étude 3, p. 4 à 8

DETRAZ S., « Protection de la présomption d'innocence », Fasc. 42, *J.-C. Comm.*, 2020, n°144

DETRAZ S., « La particularité de l'élément moral en droit pénal des affaires », *Revue pénitentiaire et de droit pénal*, oct.- déc. 2018, n°4, cité dans SALOMON R. (dir.), « Problèmes contemporains de droit pénal des affaires », *RDPD* n° 4/ 2018, p. 771

DE VAUPLANE H. et SIMART O., « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », *RD bancaire et bourse* 1996, p. 158

DEZEUZE E., « Les listes d'initiés », *RTDF* 2006, n°2, p. 33

DOURNEAU-JOSETTE P., GIRAULT C., *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale Dalloz*, novembre 2015, actualisation : septembre 2021, n°123

DUCOULOUX-FAVARD C., dans MASCALA C. et MATSOPOULOU H. (dir.), « Le Lamy droit pénal des affaires », *WKF*, 2019, n°1375

DRUMMOND F., « Actualité des abus de marché : propos conclusifs », dans H. SYNDET (dir.), « Actualité des abus de marché », *RDBF* mars- avr. 2013, n° 2, dossier 22, n° 13

DUCOULOUX-FAVARD C., « L'informatique et la recherche des infractions boursières », *D.* 1988, chron. 270

DUCOULOUX-FAVARD C., « Infractions boursières. - Délits et manquements boursiers », Fasc. 1600, *JCI Banque-Crédit-Bourse*, n°50 et s et 88

DUFOUR O., « L'AMF durcit le ton ! », *LPA*, 24 mai 2011, n° 102, p. 4

DUMOULIN L., « les droits de la personnalité des personnes morales » *Rev. Sociétés* 2006. 1

FELDMAN J.-P., « L'AMF respecte-t-elle les droits de la défense ? », *D.*2009. 2756

FELIX A., « Dans la peau de l'investisseur raisonnable : comment apprécier la sensibilité ? », *BJB* mai 2017, n°116v4, p. 213

FOSSIER T., « Vers un droit procédural commun des autorités de régulation », *RJEP* n° 692, déc. 2011, étude 5, n° 11

FOSSIER T. et LEVEQUE F., « Le “ presque vrai” et le “ pas tout à fait faux” : probabilités et décision juridictionnelle », *JCP*, 2 avr. 2012, n° 17

FRISON-ROCHE M.-A., « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », dans FRISON-ROCHE M.-A., MARIN J.-C. et NOCQUET C. (dir.), « La justice pénale face à la délinquance économique et financière », *Dalloz*, 2001, p. 23

FRISON- ROCHE M.-A., « Le droit de la régulation », *D.* 2001. chron. 601, p. 613

FRISON- ROCHE M.- A., « Une « politique de sanction » peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-066, p. 445

FRISON-ROCHE M.-A., « Vers le droit processuel économique », *Justice*, Janvier-Juin 1995, p. 98

GALLOIS D., Interview de LAGARDERE A., *Le Monde*, 16 juin 2006.

GAUDEMET A. et SCHMIDT D., « Éclairage - Sur la sélection des pièces par les enquêteurs de l'AMF », *BJB* avr. 2012, n° JBB-2012-0073, p. 152

GUEVEL D., « Preuve des obligations. – Présomptions légales », *J.- Cl. Code Civil*, 31 août 2020, n°47

GAVALDA C., « Droits et devoirs des initiés », *Rev. Sociétés* 1976, p. 594

GOESEL-LE BIHAN V., « Le contrôle de proportionnalité exercé par le Conseil Constitutionnel », *cahier du conseil constitutionnel* n° 22 (dossier : le réalisme en droit constitutionnel), juin 2007

GORPHE F., « Variétés et difficultés dans l'appréciation des indices », *RSC* 1938. 215, p. 234 et 241

GORPHE F., « La valeur probante des indices », *RSC* 1937, p. 420

GUYON Y., « Droits fondamentaux et personnes morales de droit privé », *AJDA* 1998. 136

JAÏS P., « La lettre circonstanciée dans la procédure d'enquête AMF : un premier pas vers le contradictoire ? », *JCP* n°23, 3 juin 2013. doctr. 660

JEANDIDIER W., « L'élément moral des infractions d'affaires ou l'art de la métamorphose », dans « Une certaine idée du droit - Mélanges offerts à André Decocq », *LexisNexis Litec*, 2004

KAYSER P., « Les droits de la personnalité. Aspects théoriques et pratiques », *RTD civ.* 1971. 445, n° 35

LARDEUX G., v° « Preuve : règles de preuve », *Rép. civ.* 2018, n° 186 et s

LASSERRE CAPDEVILLE J., « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », *BJB* févr. 2009, n°JBB-2009-011, p. 69

LABETOULLE D., « La diversité des initiés », *BJB* juill. 2011, n°JBB-2011-0207, p. 460

LAUZERAL P. et ROHOU C., « La mise à jour des infractions d'initiés : encadrement des enquêtes de l'AMF par le principe de loyauté et les droits de la défense », dans « Prévention et répression des opérations d'initiés : droit positif et perspectives, » *JSS* n° 95, févr. 2012, p. 20

LEPAGE A., « Droits de la personnalité – De certains droits de la personnalité en particulier », *Répertoire de droit civil Dalloz*, juill. 2022, actualisation : décembre 2022, n°168

LETREGUILLY H., « La liste d'initiés, dernière pièce du dispositif de prévention des opérations d'initiés », *RTDF* 2006, n°2, p. 28

LOISEAU G., « Des droits humains pour personnes non humaines », *D.* 2011. 2558, p. 2561

LUCAS F.-X., « Faut-il dépénaliser la vie des affaires ? », *BJS*, mars 2008, n°JBS-2008-3-edito, p. 167

MAGENDIE J.- C., « Le rôle du juge sur l'action sanctionnatrice de l'Autorité des marchés financiers », *BJB* déc. 2009, n° JBB-2009-060, p. 421

MARTIN D., « la coopération forcée aux enquêtes de l'AMF est elle euro compatible ? », *JCP G* 2013, doct. 1226

MARTIN D. et FRANÇON M., « La preuve des abus de marché », *RTDF* 2011, n° 3, p. 10

MARTIN LAPRADE F., « AMF : la prévisibilité de la sanction (2/ 3) », *Option Finance* n° 1438, 20 nov. 2017, p. 48, spéc. p. 49

MATHEY N., « Les droits et libertés fondamentaux des personnes morales de droit privé », *RTD civ.* 2008. 205

MOREAU A., « Certitudes et incertitudes des délégations de pouvoirs », *D.* 2006, n° 4, p. 290

MOULIN J.-M., « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », *BJB* mars 2000, n° JBB-2000-030, p. 117

MULLER A.-C., chron. « Marchés et instruments financiers », *Dr. et patr.* n° 272, sept. 2017, p. 88

MULLER- LAGARDE Y., « La bonne foi : « Peau de chagrin » du droit pénal des affaires », *Gaz. Pal.* 17 mars 2009, n° 76, p. 26

OHL D., « L'information privilégiée dans le contentieux des manquements financiers », dans « Mélanges en l'honneur et à la mémoire de Philippe Bissara », *ANSA*, 2013, p. 282

PACTEAU B., v° « Preuve », *Rép. cont. adm.*, n°130 et s

PACLOT Y., « Les propositions du groupe de travail sur la dépénalisation de la vie des affaires visant à supprimer le cumul de sanctions pénale et administrative en matière financière », *RDBF* n° 2, mars-avr. 2008, p. 1

PATARIN J., « Le particularisme de la théorie des preuves en droit pénal », dans STEFANI G. (dir.), « Quelques aspects de l'autonomie du droit pénal. Études de droit criminel », *Dalloz*, Paris, 1956, n° 18, p. 34

PERES A., MARTY N. et BOURDEAULT T., « Le mandat de gestion programmée pour un avenir radieux ? » *Décideurs Juridiques et Financiers* n° 122, déc. 2010, p. 54

PETIT F., « Les droits de la personnalité confrontés au particularisme des personnes morales », *D. Affaires* 1998. 826

PONS-HENRY J.-P., « Manipulations et absence d'intentionnalité : consécration ou évolution ? », *B&D*, mai-juin 2017

PORTELLI S. « Les sanctions pénales en matière économique et financière », *LPA* 12 janv. 2006, p. 17

PORTMANN A., « Respect de la présomption d'innocence : les députés européens adoptent une résolution législative », *Dalloz actualité*, 15 févr. 2016

PUEL S. et ROGEY E., « La gestion sous mandat des titres de dirigeants de sociétés cotées : quelles protections contre la répression des manquements d'initiés ? », *RTDF* n° 3/ 2010, p. 146

RENUCCI J.-F., « Les frontières du délit d'initiés », *D. aff.* 1996, chron., p. 403 à 405

RITTLER T., « Der Indizienbeweis und sein Wert, Schweiz, Zeitschrift für Strafrecht », *Rev. pén. suisse*, 1929, p. 192

ROCH G., « Abus de marché : opérations d'initiés », *Études Joly Bourse*, 2012, n°EA005, n°255, p. 33

ROTONCHEVSKY N., « Liberté d'expression et délits boursiers », *BJB* mai 2001, n° JBB-2001-042, p. 211

ROTONCHEVSKY N., STORCK J.- P. et STORCK M., « Le réalisme du droit des marchés financiers », dans « Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt », *Joly éd.*, 2005, p. 447

ROTONCHEVSKY N., « Panorama et synthèse de la jurisprudence récente relative aux infractions d'initié », *RTD com.* 2010, p. 395

ROTONCHEVSKY N., « Le délit d'obstacle et le manquement d'entrave aux enquêtes de l'Autorité des marchés financiers », dans MASCALA C. et MATSOPOULOU H. (dir.), « Le Lamy droit pénal des affaires », *WKF*, 2019, n°2142, n°1375, n°2212

ROTONCHEVSKY N., « Brèves observations sur l'application par la Commission des sanctions de la méthode du faisceau d'indices en matière de manquement d'initié », *RTD com.* 2008, p. 822

SALOMON R., « le risque boursier : délits et manquements d'initié, de manipulation de cours et de fausse information », *cah. dr. entrepr.*, Janvier-février 2006, p. 56

SALOMON R., « Infractions boursières. – Délits et manquements boursiers », Fasc. 1600, *JurisClasseur Sociétés Traité LexisNexis*, 6 avr. 2022

SAINT-PAU J.-C., « Le droit au respect de la vie privée des personnes morales », dans « Les droits de l'Homme à la croisée des droits - Mélanges en l'honneur de Frédéric Sudre », *LexisNexis*, 2018, p. 689 et s

SIZAIRE V., « Propos introductifs. La preuve, un enjeu démocratique », dans BEAUVAIS P. et PARIZOT R. (dir.), « Les transformations de la preuve pénale », *LGDJ- Lextenso éd.*, 2018, p. 67

SUTHERLAND E., « white collar crime », *New York : the Dryden Press*, 1949

SPITZ N., « La réparation des préjudices boursiers », *Revue banque éd.*, 2010, n° 555, p. 346

STASIAK F., « Délit et manquement d'initié », *Rép. sociétés Dalloz*, 2007, n°3, 10, 14

STORCK M., « Propos conclusifs », dans « La responsabilité des autorités de régulation », *RDBF* mars- avr. 2009, n° 2, étude 18, n° 3

SUDRE F., « Droits de l'homme », *Répertoire de droit international Dalloz*, actualisation par SURELL H. juill. 2017, n°53 à 71

SYNVET H., « le droit financier : un droit des forts », *BJB* mars 2014, n°111g2, p. 125

TEITGEN-COLLY C., *Petites affiches*, 17 janv. 1990, p. 25

TERRÉ F., « À la pénombre de l'Autorité des marchés financiers », *JCP*, juill. 2013, n° 27, 755

THIERRY J.-B., « L'information des droits de la défense dans le procès pénal » dans GIBIRILA D., « L'information en droit privé », *LPA*, 30 avr. 2019, n° 86, p. 17

TIEU O.- T. « Du mauvais usage du faisceau d'indices en matière de manquements d'initié », *BJB* nov. 2012, n°JBB-2012-0207, p. 512

TOMASI M., « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché », *mélanges AEDBF-France IV*, p. 439

TRIC M.-H., « Dans les coulisses de la commission des sanctions de l'AMF », *BJB* nov. 2013, n° 11, entretien p. 513

VEDEL G., « Du bon usage de la Haute Cour », *Le Monde*, 25 novembre 1992, p. 1

VÉRON M., « Le délit d'initié : les contours de l'infraction », *Droit et patrimoine* 1996, n° 35 et n°54

VOGEL L., « Le juge et le marché boursier », *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde*, 1994, p. 181

WESTER-OUISSE V., « La jurisprudence et les personnes morales. Du propre de l'homme aux droits de l'homme », *JCP* 2009. I. 121

WESTER-OUISSE V., « Dérives anthropomorphiques de la personne morale : ascendances et descendances », *JCP* 2009, n° 16-17. Doctr. 137

ZANOTO J.-P., « L'élément intentionnel dans la délinquance économique et financière au regard des exigences classiques du droit pénal », dans FRISON-ROCHE M.-A., MARIN J.-C. et NOQUET C. (dir.), « La justice pénale face à la délinquance économique et financière », *Dalloz coll. « Thèmes et commentaires »*, 2001, p. 33

SOURCES DIVERSES (RAPPORTS, GUIDES, COLLOQUES...)

AMAFI, Norme professionnelle relative aux sondages de marché et aux tests investisseur, AMAFI/14-11a, 4 mars 2014. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/regles_professionnelles_approuvees/Norme%20professionnelle%20relative%20aux%20sondages%20de%20marche%20et%20aux%20tests%20investisseur%20en%20vigueur%20jusqu%27au%202%20juillet%202016.pdf

AMAFI, « Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'autorité des marchés financiers ? », 20 juill. 2009, n°28 et n°29

AMF, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, *position-recommandation* DOC-2016-08, 26 oct. 2016. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-09/2016-08-avril-2021.pdf>

AMF, Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants de sociétés cotées, *recommandation* n° 2010- 07, 3 nov. 2010, p. 12. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2020-11/20130708-guide-relatif-a-la-prevention-des-manquements-dinities-imputables-aux-dirigeants-des-societes-cotees.pdf>

AMF, « Instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise », décision de l'AMF du 2 juillet 2018, n° 2018-01. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/2020-02/decision-contrats-de-liquidite-v2.pdf>

AMF, La charte de l'enquête, 27 sept. 2021. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-09/2021_09_charteenquete.pdf

AMF, « MARCHÉS FINANCIERS : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2021 Commission des sanctions et juridictions de recours », 23 févr. 2023. Disponible sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-02/Recueil_Jurisprudence_2021.pdf

AMF, « Pratique de marché admise », décision de l'AMF du 22 mars 2005, n°2005-12. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/doctrine/fr/Pratique%20de%20marche%20admise/DOC-2005->

[12/2.3/Acquisition%20d%27actions%20propres%20aux%20fins%20de%20conservation%20et%20de%20remise%20ulterieure%20dans%20le%20cadre%20d%27operations%20de%20croissance%20externe.pdf](https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/actualites/entree-en-application-du-reglement-sur-les-abus-de-marche-mar-lamf-attire-lattention-des-societes)

AMF, « Règlement européen Abus de marché (MAR) : l'AMF accompagne les acteurs », communiqué du 1er juillet 2016. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/actualites/entree-en-application-du-reglement-sur-les-abus-de-marche-mar-lamf-attire-lattention-des-societes>

AMF, Recommandation n°2009-28, 28 juill. 2009. Disponible sur le site internet de l'AMF : <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/doctrine/fr/Position/DOC-2009-14/1.0/Information%20financiere%20diffusee%20par%20les%20societes%20en%20difficulte.pdf>

AMF, « Renouveau de l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise », décision du 22 juin 2021, n°2021-01. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2021-06/decision-amp-cl_0.pdf

AMF, 15^e colloque de la Commission des sanctions – vidéos et discours, oct. 2022. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/colloques-et-conferences-de-lamf/15e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-discours>

ASSEMBLEE NATIONALE, Rapport de l'Assemblée nationale faite au nom de la commission d'enquête (1) sur l'activité et le fonctionnement des tribunaux de commerce, tome 1, deuxième partie : une juridiction à rénover, 1998, n°1038. Disponible en ligne sur : <https://www.assemblee-nationale.fr/11/dossiers/tribunaux-de-commerce/rap2p2.asp>

ARPAILLANGE P., « Rapport au Garde des Sceaux : pour une réforme d'ensemble de la justice pénale », *Direction des affaires criminelles et des grâces, Ministère de la Justice*, juillet 1972

BARANGER S., dans 12^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, « La détention de l'information privilégiée et ses conséquences », Paris, 4 oct. 2019. Disponible en ligne sur : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/agenda-de-lamf/12e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-vidéos-des-interventions-du-colloque#Table_ronde_1_Les_contours_de_linformation_privilgie

BONNEAU T., dans 10^e colloque de la Commission des sanctions, table ronde n° 1, « La question de la preuve », Paris, 5 oct. 2017. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/prises-de-parole>

CEDH, Guide sur l'article 6 - droit à un procès équitable (volet pénal), mise à jour au 31 août 2022, p. 77. Disponible en ligne sur : https://www.echr.coe.int/documents/guide_art_6_criminal_fra.pdf

CEDH, Guide sur l'article 10 - liberté d'expression, mise à jour au 31 août 2022, p. 57. Disponible en ligne sur : https://www.echr.coe.int/Documents/Guide_Art_10_FRA.pdf

CLUB DES JURISTES, « Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives », mai 2012, n° 88, p. 52, note 100. Disponible en ligne sur : https://www.leclubdesjuristes.com/wp-content/uploads/2012/05/Rapport_Principes-communs-pour-les-autorités-administratives-dotées-dattributions-répressives_Mai-2012.pdf

CONSEIL D'ETAT, « Les autorités administratives indépendantes », *rapport public 2001*, p. 275. Disponible en ligne sur : <https://www.conseil-etat.fr/publications-colloques/etudes/les-autorites-administratives-independantes-rapport-public-2001>

Comm. UE, communication au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au comité des régions, 8 déc. 2010, COM (2010) 716 final, « Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers », p. 17. Disponible en ligne sur : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A52010DC0716>

Commentaires ss. Article 9 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789, *Code constitutionnel et des droits fondamentaux Dalloz*

Commentaires ss. Article L465-2, *Code monétaire et financier Dalloz*

Commentaires ss. Article L465-3-2, *Code monétaire et financier Dalloz*

COUR DES COMPTES, Rapport sur les autorités de contrôle et de régulation du secteur financier, 2009, p. 407

DARSONVILLE A., dans XXIII^e Colloque de l'Association Française de Droit Pénal, « La preuve renversée : l'explosion des présomptions », Paris, nov. 2017

Déc. n° 2011/ 695/ UE du Président de la Comm., 13 oct. 2011, relative à la fonction et au mandat du conseiller- auditeur dans certaines procédures de concurrence. Disponible en ligne sur : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A32011D0695>

Doc. Communautés Européennes (1987), 111 final, 29 juin 1987. Disponible en ligne sur : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=OJ%3AL%3A1987%3A169%3ATOC>.

FRANCK T., dans 3^e colloque de la Commission des sanctions : transcription des débats, table ronde n°2, « Le manquement d'initié : données récentes », Paris, 18 oct. 2010, p. 9. Disponible en ligne sur :

https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l%27AMF%20%20transcription%20des%20debat%20-%20Table%20ronde%20ndeg%20%20Le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf

GAEREMYNCK J., dans 11^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, 31 oct. 2018. Disponible en ligne sur : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/colloques-et-conferences-de-lamf/11e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-videos-des-interventions-du-colloque>

GONTARD T., dans 12^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, « La détention de l'information privilégiée et ses conséquences », Paris, 4 nov. 2019. Disponible en ligne sur le site internet de l'AMF : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/agenda-de-lamf/12e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-videos-des-interventions-du-colloque>

« Légalité des délits et des peines », *Fiche d'orientation Dalloz*, sept. 2022

MARINI P., Rapport Sénat n°309 (2004-2005), fait au nom de la commission des finances du Sénat, déposé le 27 avril 2005, p. 100. Disponible sur le site internet du Sénat. : www.senat.fr

MINISTERE DE LA JUSTICE, Circulaire du 31 janvier 2014 de politique pénale relative au procureur de la République financier, 31 janv. 2014, NOR : JUSD1402887C, p. 5-8. Disponible en ligne : http://www.textes.justice.gouv.fr/art_pix/JUSD1402887C.pdf

ROCH G., dans 3^e colloque de la Commission des sanctions : transcription des débats, table ronde n°2, « Le manquement d'initié : données récentes », Paris, 18 oct. 2010 Disponible en ligne sur :

https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l%27AMF%20%20transcription%20des%20debats%20-%20Table%20ronde%20deg%20%20Le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf

SAMUELIAN M., dans 3e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2, « Le manquement d'initié : données récentes », Paris, 18 oct. 2010, p. 9. Disponible en ligne sur : [https://www.amf-](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l%27AMF%20%20transcription%20des%20debats%20-%20Table%20ronde%20deg%20%20Le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf)

[france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l%27AMF%20%20transcription%20des%20debats%20-%20Table%20ronde%20deg%20%20Le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/contenu_simple/colloque_journee/colloque_commission_sanctions/3e%20colloque%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20de%20l%27AMF%20%20transcription%20des%20debats%20-%20Table%20ronde%20deg%20%20Le%20manquement%20d%27initie%20%20donnees%20recentes.pdf)

JURISPRUDENCES, NOTES, OBSERVATIONS, ET CONCLUSIONS DE JURISPRUDENCE

A. COB

COB, Rapport annuel 1989, p. 136- 137

COB, rapport annuel 1990, p. 95

COB, Rapport annuel 1990, p. 99

COB, rapport annuel 1993, p. 14

COB, 30 juin 1992

COB, 12 oct. 1993

COB, 1^{er} mars 1994

COB, 24 avr. 2001

COB, 12 févr. 2002

COB, 24 sept. 2002, *MM. Brunelli et Anti*, Bull. mens. COB n° 374, déc. 2002, p. 39

COB, 7 oct. 2003, *C. Barber*, Bull. mens. COB n° 383, oct. 2003, p. 31

COB, 21 oct. 2003

B. AMF

AMF, comm. sanct., 3 nov. 2004, SAN-2004-16

AMF, comm. sanct., 14 avr. 2005, SAN-2005-09

AMF, comm. sanct., 21 avril 2005, SAN-2005-11

AMF, comm. sanct., 21 avr. 2005, SAN-2005-12

AMF, comm. sanct., 26 janv, 2006, SAN-2006-11

AMF, comm. sanct., 23 févr. 2006, SAN-2006-17

AMF, comm. sanct., 9 mars 2006, *Sté X, Y, Z et W, M. Yan You Zhang et M. Fabrice Trifaro*, SAN-2006-14

AMF, comm. sanct., 6 avr. 2006, SAN-2006-25

AMF, comm. sanct., 14 juin 2006, SAN-2006-20

AMF, comm. sanct., 19 oct. 2006, SAN-2007-03 ; note TOMASI M., « Vers une responsabilité disciplinaire du fait d'autrui ? », *D.* 2007, p. 1485

AMF, comm. sanct., 23 nov. 2006, SAN-2007-02

AMF, comm. sanct., 1^{er} mars 2007, SAN-2007-12 ; note MOULIN J.- M., « l'AMF affine son acception du manquement d'initié », *BJB* févr. 2008, n°JBB-2008-003, p. 27

AMF, comm. sanct., 15 févr. 2007, SAN-2007-10

AMF, comm. sanct., 1^{er} mars 2007, SAN-2007-12

AMF, comm. sanct., 29 mars 2007, SAN-2007-13

AMF, comm. sanct., 29 mars 2007, SAN-2007-16 ; note BOMPOINT D., *RDBF* juill.- août 2007, n° 4, comm. 168

AMF, comm. sanct., 24 mai 2007, SAN-2007-18,

AMF, comm. sanct., 7 juin 2007, *Sté Vivendi Universal et alii*, SAN- 2007-19 ; note TORCK S., *RDBF* 2007, comm. 199.

AMF, comm. sanct., 21 juin 2007, SAN-2007-28

AMF, com. sanct., 5 juill. 2007, SAN-2007-20

AMF, comm. sanct., 4 oct. 2007, SAN -2007-30

AMF, comm. sanct., 25 oct. 2007, SAN-2008-05

AMF, comm. sanct., 6 déc. 2007, SAN-2008-04

AMF, com. sanct., 20 déc. 2007, SAN-2008-09

AMF, comm. sanct., 7 févr. 2008, SAN-2008-08

AMF, comm, sanct., 28 févr. 2008, SAN-2008-12

AMF, comm. sanct., 3 avr. 2008, SAN- 2008-11

AMF, com. sanct., 10 avr. 2008, SAN-2008-15 ; DEZEUZE E., *RTDF* n°3/2008, p. 120

AMF, comm. sanct., 22 mai 2008, SAN-2008-19

AMF, comm. sanct., 25 sept. 2008, SAN-2009-04

AMF, comm. sanct., 9 oct. 2008, SAN-2008-26

AMF, comm. sanct., 20 nov. 2008, *M. M. Frydman, G. frydman, X et Y*, SAN-2009-09

AMF, comm. sanct., 4 déc. 2008, SAN-2009-06

AMF, comm. sanct., 23 déc. 2008, SAN-2009-27 ; note MARTIN LAPRADE F., « Affaire Pechiney « bis » : encore des initiés secondaires », *BJB* janvier 2010, n°JBB-2010-001, p. 10

AMF, comm. sanct., 8 janv. 2009, SAN-2010-04

AMF, comm. sanct., 22 janv. 2009, *Sté Vinci*, SAN- 2009- 07

AMF, comm. sanct., 5 mars 2009, SAN-2009-21

AMF, comm. sanct., 5 juin 2009, SAN-2009-26

AMF, comm. sanct., 25 juin 2009, SAN-2009-26

AMF, comm. sanct., 21 sept. 2009, SAN- 2009- 32

AMF, comm. sanct., 15 oct. 2009, SAN-2010-02

AMF, comm. sanct., 12 nov. 2009, SAN-2010-03

AMF, comm. sanct., 27 nov. 2009, SAN 2009-33

AMF, comm. sanct., 10 déc. 2009, SAN-2010-06

AMF, comm. sanct., 17 décembre 2009, SAN-2010-07

AMF, comm. sanct., 14 janv. 2010, *F. Gaspoz*, SAN-2010-08

AMF, comm. sanct., 18 janv. 2010, SAN-2010-28

AMF, comm. sanct., 28 janv. 2010, SAN-2010-12

AMF, comm. sanct., 27 mai 2010, SAN-2010-14

AMF, comm. sanct., 23 sept. 2010, SAN- 2010- 21

AMF, comm. sanct., 28 oct. 2010, SAN- 2010- 24

AMF, comm. sanct., 18 nov. 2010, SAN-2010-28

AMF, comm. sanct., 25 nov. 2010, SAN- 2010- 29

AMF, comm. sanct., 13 déc. 2010, *Sté Wendel SA, M. Bernard Lafonta et Deutsche*, SAN-2011-02

AMF, comm. sanct., 23 déc. 2010, SAN- 2009- 27

AMF, comm. sanct., 17 févr. 2011, SAN-2011-04

AMF, comm. sanct., 31 mars 2011, SAN-2011-07

AMF, comm. sanct., 12 mai 2011, *Kraay Trading I BV*, SAN-2011-09 ; note DEZEUZE E., *RTDF* n°3/2011, p. 106.

AMF, comm. sanct., 26 mai 2011, SAN-2011-11

AMF, comm. sanct., 15 sept. 2011, SAN- 2012- 01 ; note DAIGRE J.-J., « Manquement d'initié : les limites de la théorie du faisceau d'indices », *BJB* mai 2012, n°JBB-2012-0095, p. 202

AMF, comm. sanct., 18 oct. 2011, *Société Tocqueville Finance et M. Marc Tournier*, SAN-2011-19

AMF, comm. sanct., 24 nov. 2011, *Allianz Global Investors France, BNP Paribas, Société Générale et M. Y et Mme X*, SAN- 2012- 02

AMF, comm. sanctions, 24 nov. 2011, SAN-2011-21

AMF, comm. sanct., 1er déc. 2011, SAN-2012-04

AMF, comm. sanct. 29 juin 2012, SAN-2012-08

AMF, comm. sanct., 19 juill. 2012, SAN-2012-11

AMF, comm. sanct., 6 août 2012, *Société Arkeon Finance*, SAN-2012-12

AMF, comm. sanct., 28 sept. 2012, SAN- 2012-16 ; obs. DE VAUPLANE H., DAIGRE J.-J., DE SAINT-MARS B. et BORNET J.-P., *Banque et Dr.* n°146, novembre-décembre 2012, p.40

AMF, comm. sanct., 22 octobre 2012, SAN-2012-17

AMF, comm. sanct., 13 févr. 2013, SAN-2013-04

AMF, comm. sanct., 20 févr. 2013, SAN- 2013-05 ; note DEZEUZE E. et FRANÇON M., « L'AMF ne relâche toujours pas son étai sur les initiés », *BJB* mai 2013, n°JBB-2013-0092, p. 224

AMF, comm. sanct. 25 févr. 2013, *Société Interfi SA*, SAN-2013-06

AMF, comm. sanct., 9 avr. 2013, SAN- 2013- 09

AMF, comm. sanct., 16 avr. 2013, SAN-2013-11 ; obs. DAIGRE J.-J., *Banque et Dr.* n°148, mars-avr. 2013, p. 22 ; note TIEU O.-T. et BUGÉ G., « Première consécration du manquement d'initié par recommandation : enseignements et interrogations », *BJB* juill. 2013, n° 110c3, p. 341

AMF, comm. sanct., 17 mai 2013, *M. André Talmon*, SAN-2013-03 ; obs. ROUAUD A.-C., *Banque et Droit* n° 151, septembre-octobre 2013, p. 29

AMF, comm. sanct., 18 oct. 2013, *MM. Joseph Raad et Charles Rosier*, SAN-2013-22

AMF, comm. sanct, 14 mars 2014, SAN-2014-01
AMF, comm. sanct., 25 avr. 2014, *Sté Elliott Advisors UK Ltd et Elliot Management Corporation*, SAN-2014-03
AMF, comm. sanct., 30 avr. 2014, *Société belvédère et alii*, SAN-2014-04
AMF, comm. sanct., 16 mai 2014, *MM. Joseph Raad, Charles rosier, Abraham Benhamron et thomas Xander*, SAN-2014-07
AMF, comm. sanct., 9 juill. 2014, SAN-2014-14
AMF, comm. sanct., 16 juill. 2014, SAN-2014-15
AMF, comm. sanct., 22 juillet 2014, SAN-2014-16
AMF, comm. sanct., 1^{er} oct. 2014, SAN-2014-17
AMF comm. sanct., 27 oct. 2014, SAN-2014-20 ; note GOLDBERG- DARMON M. et PEZARD A., *Banque et Dr. n° 161*, mai- juin 2015, p. 5- 6
AMF, comm. sanct., 18 déc. 2014, SAN- 2014- 22
AMF, comm. sanct., 19 déc. 2014, SAN- 2014- 23
AMF, comm. sanct., 3 mars 2015, SAN- 2015- 04
AMF, comm. sanct., 17 mars 2015, *Sté Bernheim Dreyfus et a.*, SAN- 2015- 06
AMF, comm. sanct., 2 juin 2015, SAN-2015-11
AMF, comm. sanct., 5 juin 2015, SAN-2015-12
AMF, comm. sanct., 23 juill. 2015, SAN-2015-15
AMF sanct, 4 déc. 2015, *Société Euronext paris*, SAN-2015-20 ; note BARRIERE F., « Manipulation de cours et trading à haute fréquence », *BJB* avr. 2016, n°113g3, p. 143 ; note BARRIERE F., « L’algorithme fou », *BJB* oct. 2016, n° 114r5, p. 410
AMF, comm. sanct., 22 déc. 2015, SAN- 2015- 22
AMF, comm. sanct., 11 Janv. 2016, SAN-2016-02
AMF, comm. sanct., 27 avril 2016, SAN-2016-06
AMF, comm. sanct., 28 juin 2016, SAN-2016-09
AMF, comm. sanct., 8 juill. 2016, SAN-2016-11
AMF, comm. sanct., 7 déc. 2016, SAN-2016-15
AMF, comm. sanct., 28 déc. 2016, SAN-2017-01
AMF, comm. sanct., 21 avr. 2017, SAN-2017-04
AMF, comm. sanct., 20 juin 2017, SAN-2017-06
AMF, comm. sanct., 25 juill. 2017, SAN- 2017- 09
AMF, comm. sanct., 29 sept. 2017, SAN-2017-08
AMF, comm. sanct., 13 déc. 2017, SAN- 2017- 12
AMF, comm. sanct., 18 déc. 2017, SAN-2017-13
AMF, comm. sanct., 21 déc. 2017, SAN-2017-15
AMF, comm. sanct., 13 avr. 2018, SAN-2018-03
AMF, comm. sanct., 2 mai 2018, SAN-2018-04
AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, SAN-2018-06 ; note RONTCHEVSKY N., *RTDF* n° 2/ 3- 2018, n° 21, p. 129
AMF, comm. sanct., 5 juill. 2018, SAN-2018-08
AMF, comm. sanct., 16 juillet 2018, SAN-2018-09

AMF, comm. sanct., 18 juill. 2018, SAN-2018-10
 AMF, comm. sanct., 24 oct. 2018, SAN-2018-13
 AMF, comm. sanct., 8 nov. 2018, SAN-2018-14
 AMF, comm. sanct., 14 déc. 2018, *Sté Sofiro et autres*, SAN-2018-17
 AMF, comm. sanct., 6 mars 2019, SAN-2019-02 ; note VABRES R., « Abus de marché - Utilisation d'une information privilégiée par des salariés », *Dr. sociétés* n°5, mai 2019, comm. 91 ; comm. BOMPOINT D., « Manquement d'initié - Équivoque et faisceau d'indices », *Dr. sociétés* n° 5, Mai 2019, comm. 91
 AMF, comm. sanct., 13 mars 2019, SAN-2019-03
 AMF, comm. sanct., 17 avr. 2019, SAN-2019-04
 AMF, comm. sanct., 25 avr. 2019, *Sté Iliad SA et autres*, SAN-2019-05
 AMF, comm. sanct., 19 nov. 2019, *Sociétés Novaxia Investissement, Novaxia Développement, Novaxia Gestion, Novaxia et M. J. Azan*, SAN-2019-15
 AMF, comm. sanct., 4 déc. 2019, SAN-2019-16
 AMF, comm. sanct., 11 déc. 2019, SAN-2019-17
 AMF, comm. sanct., 28 févr. 2020, SAN-2020-03, §33
 AMF, comm. sanct., 17 avr. 2020, *Stés Elliott Advisors UK Limited et Elliott Capital Advisors LP*, SAN-2020-04 ; note SAMUELIAN M., *BJB* mai 2020, n°119a9, p. 52.
 AMF, comm. sanct., 13 nov. 2020, SAN- 2020-11
 AMF, comm. sanct., 26 févr. 2021, SAN- 2021- 01, §32 ; note BARRIERE F., *BJB* mai 2021, n°200a2, p. 13 ; note BELLEZZA A., *RSC* 2021. 420
 AMF, comm. sanct., 28 avr. 2021, *Sté Diana Holding et a.*, SAN- 2021-06
 AMF, comm. sanct., 28 mai 2021, SAN-2021-09
 AMF, com. sanct., 9 juill. 2021, SAN-2021-13, §54 et s
 AMF, comm. sanct., 4 août 2021, *Sté Amundi Asset Management et alii*, SAN-2021-14
 AMF, comm. sanct., 29 déc. 2021, SAN- 2022- 01

C. Tribunaux

1. Tribunal correctionnel

T. corr. Paris, 29 oct. 1975
 T. corr. Paris, 15 oct. 1976
 T. corr. Paris, 30 mars 1979
 T. corr. Paris, 18 avr. 1979
 T. corr. Paris., 13 mai 1986
 T. corr. Paris, 30 juin 1992
 T. corr. Paris, 3 déc. 1993
 T. corr. Paris, 16 nov. 2004
 T. corr. Paris, 12 sept. 2006
 T. corr. Paris, 26 mars 2006 ; note SALOMON R., *Dr. sociétés* 2006, comm. 79
 T. corr. Paris, 12 nov. 2010

T. corr. Paris, 11 mai 2012

2. Tribunal des conflits

T. des conflits, 30 juill. 1873, Pelletier, n°00035

3. Tribunal de l'Union Européenne

Trib. UE, 20 févr. 2001, *Mannesmannröhren- Werke c. Commission*, aff. T- 112/ 98, §66

Trib. UE, 29 avr. 2004, *Tokai Carbon et a. c. Commission*, aff. T-236/01, T-239/01, T-244/01 à T-246/01, T-251/01 et T-252/01, §402

Trib. UE., 9 avr. 2019, *Qualcomm c. Commission*, aff. T- 371/ 17, §181

D. Cour administrative d'appel

CAA Paris, 3e ch., 24 mars 2017, n° 14PA04956 ; obs. VABRES R., *Dr. sociétés* juin 2017, comm. 108 ; note COSSON J., *D.* 1978, 379

E. Cour d'appel

CA Paris, 30 mars 1977

CA Paris, 1re ch., sect. COB/ CBV, 15 janv. 1993, n° 92- 14/ 779 ; note DUCOULOUX-FAVARD C., *Petites affiches*, col. 1, nov. 1994, p. 22

CA Paris, ch. 1, 6 avr. 1994, n° 943851

CA Paris, 1^{er} ch., sect. COB, 15 nov. 1994

CA Paris, 1^e ch., 30 nov. 1994

CA Paris, 1^{ère} ch., sect. COB, 15 mars 1995

CA Paris, 1^{ère} ch., sect. COB, 23 janv. 1996

CA Paris, 1re ch., sect. H, 2 avr. 1997, *Lesage c. Agent judiciaire du Trésor*

CA Paris, 13 mai 1997, n° 96-20.711

CA Paris 2 juill. 1999

CA Paris, 9^e ch., 26 oct. 1999, n° 98/ 08203

CA Paris, 28 oct. 1999

CA Paris, 1^{er} ch., sect. H, 11 sept. 2001, n°2001/09259 ; note ROTONCHEVSKY N., « Manquement d'initié. Devoir d'abstention de l'initié. Exception en présence d'un motif impérieux justifiant une opération dictée par l'intérêt social. Appréciation de l'intérêt social par les seuls organes habilités », *RTD com.* 2001. 953

CA Paris, 1re ch., sect. H, 1^{er} avr. 2003, *Brunelli et Anti c. COB*, n°2002/18613

CA Paris, 1re ch., sect. H, 28 juin 2005, n° 2005/02333

CA Paris, 1^e ch., sect. H, 13 sept. 2005

CA Paris, 9^{ème} ch., sect. B, 2 févr. 2007 n°05/ 01856

CA Paris, 2 févr. 2007, n° 06/08079

CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 3 juillet 2007, n°2006/19083
CA Paris, 9^e ch., sect. B, 14 sept. 2007, n°2007/01477
CA Paris, 20 nov. 2007, n°2007/00.369
CA Paris, 28 janv. 2008
CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 15 mai 2008, n°2007/09505 ; note BOMPOINT D., « Reste-t-il des éléments constitutifs au manquement d'initié », *BJB* déc. 2008, n°JBB-2008-059, p.471
CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 20 mai 2008, n° 07/14651
CA Paris, 1^e ch., sect., H, 27 mai 2008, n°2007/11863
CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 25 juin 2008, n°07/16187
CA Paris, 2^{ème} ch., sect. H, 26 nov. 2008
CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 10 déc. 2008
CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 8 avr. 2009, n°2008/14851 ; note MARTIN LAPRADE F., « Affaire *Benais* : l'initié introuvable », *BJB* juill. 2009, n°JBB-2009-038, p. 270 ; obs. DE VAUPLANE H., DAIGRE J.-J., DE SAINT-MARS B. et BORNET J.-P., *Banque et Dr.*, mai-juin 2009, p. 46 ; note MARTIN LAPRADE F., « Affaire *Benais* : l'initié introuvable », *BJB* juill. 2009, n°JBB-2009-038, p. 270
CA Paris, p. 5, ch. 7, 24 nov. 2009, n°2009/02626 ; note BOMPOINT D., *RDBF*, mai-juin 2010, §16, p. 72
CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 5 janv. 2010, n°2009/06017
CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 2 févr. 2010, n° 2009/02623
CA Paris, 23 févr. 2010, *Sté Vinci*, n°09/08268
CA Paris, p. 7, ch. 7, 30 mars 2010 n°09/13348 ; note BOMPOINT D., « Les droits de la défense sont-ils plus flexibles que les règles d'information du marché ? », *BJB* avr. 2011, n°JBB-2011-0113, p. 231
CA Paris, p. 5, ch. 7, 10 févr. 2011, n°2010/15488
CA Paris, 1^{re} ch., sect. H, 11 sept. 2001, n° 2001/ 09259
CA Paris, p. 5, ch. 7, 27 mars 2012, n°2011/08526 ; note TORCK S., « Du bon usage de la méthode du faisceau d'indices », *Dr. sociétés* 2012, comm. 126
CA Paris, p. 5, ch. 7, 3 mai 2012, n° 2011/ 02607
CA Paris, p. 5, 7^e ch., 21 juin 2012, *Buildinvest*, n°2011/08965 ; note SCHIMDT D., *Dr. sociétés* 2012, comm. 167 ; note TORCK S., *Dr. sociétés* n° 10, oct. 2012, comm. 167, n° 2
CA Paris, p. 5, ch. 7, 8 nov. 2012, n° 2011/ 22467
CA Paris, p. 5, ch. 12, 22 avr. 2013, n° 12/03600 ; note DEZEUZE E., *RTDF* n° 3/ 2013, p. 113
CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 3 oct. 2013, n° 2012/11761
CA Paris, 24 oct. 2013, n° 2012/14904
CA Paris, p. 5, ch. 7, 30 janv. 2014, n°2012/16612
CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 2 oct. 2014, n° 2012/ 20580
CA Paris, p. 5, ch. 7, 20 nov 2014, n°2013/14873
CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 27 nov. 2014, n° 13/16393
CA Paris, p. 5, ch. 7, 30 janv. 2014, n°2012/16612
CA Paris, p. 5, ch. 5-7, 30 juill. 2014, n° 2012/16612
CA Paris, p. 5, ch. 7, 17 déc. 2015, n° 2014/19188

CA Paris, p. 5, ch. 7, 14 janv. 2016, n°2014/13986 ; note MARTIN-LAPRADE F., « *Affaire Elliott* : vrai revirement jurisprudentiel ou simple volonté de faire un exemple ? », BJB avr. 2016, n°113f8, p. 140

CA Paris, ch. 1, 26 oct. 2016, n°2014/ 25701

CA Paris, p. 5, ch. 7, 24 nov. 2016, n° 2015/ 15347

CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 15 déc. 2016, n° 2016/ 05249

CA Paris, p. 5, ch. 7, 28 sept. 2017, n° 16/ 10468

CA Paris, p. 5, ch. 7, 4 avr. 2018, n° 17/10465

CA Paris, p. 5, ch. 7, 7 février 2019, n° 18/04069

CA Paris, ch. 6, 10 déc. 2019, n°10/00495

CA Paris, p. 5, ch. 7, 9 juill. 2020, n°18/28497

CA Paris, 16 févr. 2021, n° 20/01342

CA Paris, 25 mars 2021, n° 20/02404

CA Paris, 15 déc. 2021, n°21/13510

CA Paris 24 mars 2022, n°20/08390

F. Conseil d'Etat

CE, ass., 29 mars 1946, *Caisse départementale d'assurances sociales de Meurthe et Moselle*, n°41916

CE, 4e et 1re ss.- sect. réunies, 22 juin 1984, n° 18371

CE, 6° et 1° ss-sect. réunis, 9 oct. 1996, n°170363

CE, gr. ch., 3 déc. 1999, *Didier*, n°2074434

CE, 6e et 4e ss.- sect., 30 juill. 2003, *Dubus SA, Banque d'escompte et Wormser Frères réunis*, n° 240884

CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 31 mars 2004, n° 243579 :

CE, 20 avr. 2005, *Karsenty et Fondation d'Aguesseau*, n°261706 et 261712

CE, avis n° 371.558, 8 sept. 2005

CE, 1^{ère} et 6 s.-sect., 26 juill. 2007, n°293908

CE, 6 juin 2008, n°299203

CE, sect. du contentieux, 6 juin 2008, n° 300619

CE, 6e et 1re ss-sect., 28 déc. 2009, n°301654

CE, 6° et 1° ss-sect. réunis, 30 déc. 2010, n°326987

CE, 6° et 1° ss-sect. réunis, 24 avr. 2012, n° 338786 et 338929

CE, 15 mai 2013, 6° et 1° ss-sect. réunis, *Société Alternative Leaders France*, n°356054 ; note BROYELLE C., « Vers un droit commun de l'enquête administrative en matière répressive ? » *RJEP* 2013, comm. 49

CE, 6° et 1° ss sect., 22 mai 2012, n°344589

CE, 6° et 1° ss-sect. réunis, 29 mai 2012, n° 344589

CE, 6° et 1° ss-sect. réunis, 20 mars 2013, n°356576

CE, 6e et 1re ss-sect., 15 mai 2013, *Sté Alternative Leaders France*, n°356054

CE, 6° et 1° ss-sect. réunis, 12 juin 2013, n° 359245 et 359477

CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 25 févr. 2015, n° 372613

CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 10 juillet. 2015, n°369454
CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 3 févr. 2016, n° 369198
CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 6 avr. 2016, n°374224 ; note MARTIN LAPRADE F., « Affaire *Rosier (Raad)* : restera-t-il encore un peu de suspense devant la cour d'appel de Paris, *BJB* juill. 2016, n°114m6, p. 305 ; note BELLEZZA A., *RSC* 2017. 519
CA Paris, p. 5, ch. 5- 7, 15 déc. 2016, n° 2016/ 05249
CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 19 mai 2017, n°396698
CE, 6e et 1re ss.- sect. réunies, 19 juill. 2017, n° 397990
CE, 6e et 5e ch. réunies, 6 nov. 2019, n° 414659

G. Cour de cassation

Cass. crim., 24 févr. 1820, Bull. crim. n° 33
Cass. crim., 15 juill. 1899
Crim 24 mars 1949, Bull. crim. n°114
Cass. crim., 29 déc. 1949
Cass. crim., 8 déc. 1953, Bull. crim. n°377
Cass. crim., 22 mai 1959, B. crim. 268
Cass. Crim, n°4 mai 1961, Bull. crim. n° 236
Cass. crim., 23 janv. 1964, Bull. crim. n°27
Cass. crim., 30 avr. 1964, Bull. crim. n°143
Cass. crim., 22 mai 1964, Bull. crim. n°168
Cass. crim., 6 janv 1966
Cass. crim., 28 juillet 1975, Bull. crim. n° 32
Cass. crim., 20 déc. 1983, B. crim. 350
Cass. crim., 28 févr. 1990, Bull. crim. 99
Cass. crim., 21 mars 1990, n°88-84-011
Cass. crim., 26 mars 1990, n° 89-80.448
Cass. crim., 17 juillet 1990, Bull. crim. n° 247
Cass. crim., 11 mars 1991, Bull. crim. 117.
Cass. crim., 6 nov. 1991, n° 91- 82.211
Cass. crim., 21 nov 1991, Bull. crim. n°427
Cass. crim., 15 mars 1993, n° 92-82.263
Cass. crim., 25 mai 1994, n°93-85.158
Cass. crim., 12 juillet 1994, n°93-85.262
Cass. crim., 26 juin 1995, *Ruche méridionale*, n°93-81.646
Cass, crim 19 oct 1995, n°94-83.884
Cass. crim., 26 oct. 1995, *affaire Pechiney-triangle*, n°94-83.780 ; note ROTONCHEVSKY N., « Délit d'initié : l'affaire Pechiney devant la cour de cassation », *BJB* mars 1996, n°JBB-1996-023, p. 120
Cass. com., 9 avr. 1996, n° 94-11.323 ; concl. PINIOT M.- C., *RJDA* n° 5/ 1996, n° 23, p. 442
Cass. com. 18 juin 1996, n° 94-14.178

Cass. crim., 15 mai 1997, n° 96-83.828
 Cass. com., 1^{er} déc. 1998, n° 96-80.189
 Cass. ass. plén., 5 févr. 1999, n°97-16.440
 Cass. com., 5 oct. 1999, n°97-17.090
 Cass. crim., 1^a mars 2000, n° 99-86.299
 Cass. crim., 29 nov. 2000, n° 99-80.324
 Cass. crim., 20 févr. 2002, n° 01-86.807
 Cass. com 31 mars 2004, n°03-14.991
 Cass. crim., 16 nov. 2005, n°04-85.815
 Cass. crim., 14 juin 2006, n°05-82.453
 Cass. crim., 6 déc. 2006, n°05-86.441
 Cass. com., 19 déc., 2006, n°05-18.333
 Cass. com., 6 fév. 2007, n° 05-20.811
 Cass. com., 30 mai 2007, n°06-11.314
 Cass. com., 29 juin 2007, n°07-10.303, 07-10.354 et 07-10.397
 Cass. crim., 31 oct. 2007, n° 06-82.392
 Cass. crim., 2 avr. 2008, n° 07-85.179
 Cass. crim., 8 oct. 2008, n° 08-81.769
 Cass. crim., 28 janv. 2009, n°07-81.674
 Cass. com., 26 mai 2009, n°08-17.138
 Cass., comm., 7 juill. 2009, n°08-17. 541
 Cass. com., 13 oct. 2009, n° 08- 18.224
 Cass. crim., 18 nov. 2009, n°08-88.078
 Cass. com., 23 mars 2010, n°09-65.827
 Cass. com., 23 mars 2010, n°09-11.366
 Cass. com., 1^{er} juin 2010, n°09-14.684 ; note ROCH G., *RLDA* n° 53, oct. 2010, p. 28 ; note BOMPOINT D., « Manquement d'initié- équivoque et faisceau d'indices », *RD bancaire et fin.* n°5, sept. 2010, comm. 199
 Cass. com., 8 févr. 2011, n° 10-10.965 ; note TORCK S., *BJS* juill. 2011, n° 7, p. 591
 Cass. com., 1^{er} mars 2011, n° 09- 71.252 ; note MAZZEI E., « Enquêtes de l'AMF et principe du contradictoire », *Lexbase Hebdo éd. Affaires*, 24 mars 2011, n° 244 ; note ARSOUZE C., *Rev. sociétés* 2011. 575
 Cass. com., 29 mars 2011, n°10-15.86
 Cass. com., 11 mars 2011 n°09-71.252
 Cass. com., 27 avr. 2011, n° 10- 12.125 ; note SAMUELIAN M. et BERRUYER G., *BJB* sept. 2011, n°JBB-2011-0246, p. 487
 Cass. com., 24 mai 2011, n°10-18.267
 CCass. com., 6 sept. 2011, n°20-11.564
 Cass. com., 20 sept. 2011, n°10- 13.911, 10- 13.591 et 10- 13.878, note GOUTAY P., « Le devoir de loyauté devant la Commission des sanctions », n° JBB-2012-0012, p. 6 ; obs. MULLER A.-C., *Dr. et patr.* n° 213, avr. 2012, chron. 117 ; note TORCK S., *Dr. sociétés* déc. 2011, n° 12, comm. 221

Cass. crim., 29 janv. 2013, n° 11-27.333 ; note SCHMIDT D., *BJB* avr. 2013, n°JBB-2013-0069, p. 166

Cass. com., 28 mai 2013, n°12-20.060 ; DEZEUZE E., *Rev. sociétés* 2013. 632, n° 15, p. 636

Cass. com., 11 juin 2013, n°12-13.961, 12-14.401, 12-14.584, 12-14.595, 12-14.597, 12-14.598, 12-14.624, 12-14.625, 12-14.632 et 12-14.648

Cass. com., 27 mai 2015, n° 12- 21.361

Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14-85.699

Cass. crim., 8 juill. 2015, n° 14-84.562, QPC ; note ROBERT H., *Dr. pénal* oct. 2015, n° 10, comm. 128

Cass. crim., 28 sept. 2016, n°14-88.533

Cass. crim., 24 mai 2016, n° 15-82.51

Cass., crim., 8 nov. 2017, n°14-14697

Cass. crim., 9 janv. 2018, n° 17-80.200

Cass. com., 7 mars 2018, n° 16-17.691

Com. 8 mars 2018, n° 17- 23.223 ; note DAIGRE J.- J., *Banque et Dr.* n° 180, juill.- août 2018, p. 17

Cass. crim., 5 avr. 2018, n°16-97.669

Cass. crim., 5 avr. 2018, n°16-83.984

Cass. crim., 4 sept. 2018, n°17-82.297

Cass, com., 14 nov. 2018, n° 17- 12.980

Cass. com., 9 janv. 2019, n°17-23.223

Cass. com., 9 janv. 2019, n° 16- 14.727, 16- 14.866 et 16- 18.201 ; note SCHMIDT D., *Rev. sociétés* 2019. 338, n° 2

Cass. com., 27 mars 2019, *Affaire Elliott*, n°16-17.186

Cass. crim., 1^{er} avr. 2020, n°19-80.900 et 19-80.901, 19-80.908, 19-82.221, 19-82.222, 19-82.2230

Cass. crim., 24 févr. 2021, n° 20686.537

Cass. com., 24 nov. 2021, n° 20-18.482

Cass. crim., 15 déc. 2021, n° 21-83.500, QPC ; comm. SALOMON R., « Délit d'initié- Conformité à la constitution de l'article L465-1 du Code monétaire et financier », *Dr. sociétés* n°2, févr. 2022, comm. 23 ; note RONTCHEVSKY N., « Application au délit d'initié de la preuve par faisceau d'indices », *RTD com.* 2022. 339 ; note IDA N., « Marché financier - Délit d'initié : la preuve par faisceau d'indices à l'épreuve de la présomption d'innocence », *la Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 14, 7 avr. 2022, p. 1150

Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500, QPC ; comm. SALOMON R., « Délit d'initié - Preuve du délit d'initié », *Dr. sociétés* n° 5, mai 2022, comm. 60 ; note SALOMON R., « Preuve du délit d'initié par la méthode du faisceau d'indices précis, graves et concordants », *BJB* mai 2022, n°BJB200r2, p. 19

H. Conseil constitutionnel

Cons. const., 16 juil. 1971, n° 71-44 DC

Cons. const., 12 juill. 1979, n°79-107 DC

Cons. const., 20 janv. 1981, n°80- 127 DC

Cons. const., 11 oct. 1984, n°84-181 DC
 Cons. const., 29 déc. 1984, *Loi de finances pour 1985*, n° 84-184 DC
 Cass. crim., 4 févr. 1985, *Rozenbulm*, n° 84-91.581
 Cons. const., 17 janv. 1989, n° 89-248 DC
 Cons. const., 28 juill. 1989, n°89-260 DC
 Cons. const., 28 juill. 1989, n° 89-260 DC
 Cass. crim., 26 mai 1994, n°93-83.180
 Cons. const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC, §5
 Cons. const., 13 mars 2003, n°2003-467 DC
 Cons. const., 10 juin 2009, n° 2009-580 DC, §17
 Cons. const., 25 févr. 2010, n° 2010-604 DC § 11
 Cons. const., 30 juill. 2010, n° 2010-14/22 QPC
 Cons. const., 21 janv. 2011, *Jean-Claude C.*, n° 2010-90 QPC
 Cons. const., 10 mars 2011, n° 2011-625 DC, §38
 Cons. const., 16 sept. 2011, *Antoine J.*, n° 2011-164 QPC, §3
 Cons. const., 12 oct. 2012, *Société groupe canal plus et alii*, n°2012-280 QPC, §19
 Cons. const., 13 déc. 2013, n° 2013-359 QPC
 Cons. const., 7 mars 2014, n°2013-372 QPC, §4
 Cons. const., 18 mars 2015 n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC
 Cons. const., 14 oct. 2015, n° 2015-489 QPC
 Cons. const., 19 nov. 2020, n° 2020-865 QPC
 Cons. const., 4 mars 2021, *Oussama C.*, n° 2020-886 QPC, §§7 à 9
 Cons. const., 9 avr. 2021, *Mohamed H.*, n° 2021-894 QPC, §§7-8
 Cons. const., 9 avr. 2021, *Francis S.*, n° 2021-895/901/902/903 QPC, §7 et s
 Cons. const., 18 juin 2021, *Al Hassane S.*, n° 2021-920 QPC §9
 Cons. const., 30 sept. 2021, *Djibril D.*, n° 2021-234 QPC, §9
 Cons. const., 28 janv. 2022, n° 2021-965 QPC ; note SALOMON R., « Inconstitutionnalité du manquement administrative d'entrave aux enquêtes de l'AMF », *BJB* mars 2022, n° BJB200o8
 Cons. const., 25 févr. 2022, *M. Roger C.*, n° 2021-975 QPC, §8 et s

I. CEDH

CEDH, 30 mars 1963, *Autriche c. Italie*, n° 788/60, §179
 CEDH, 17 janv. 1970, *Delcourt c. Belgique*, n° 2689/65, §25
 CEDH, 8 juin 1976, *Engel et autres c. Pays-Bas*, n°5100/71, §§82-83
 CEDH, 7 déc. 1976, *Handyside c. RU*, n°5493/72
 CEDH, 9 oct. 1979, *Airey c. Irlande*, n°6289/73, §24
 CEDH, 25 mars 1983, *Minelli c. Suisse*, n°8660/79, §30
 CEDH 21 févr. 1984, *Öztürk c. Allemagne*, n° 8544/79 §49
 CEDH, 30 sept. 1985, *Can c. Autriche*, n°9300/81, §53
 CEDH, 7 oct. 1988, *Salabiaku c. France*, n° 10519/83, §29 et 29
 CEDH 6 déc. 1988, *Barberà, Messegué et Jabardo c. Espagne*, n° 10590/83 §77

CEDH, 25 sept. 1992, *Pham Hoang c. France*, n° 13191/87, §33
 CEDH, 25 févr. 1993, *Funke c. France*, n° 10828/84, §44
 CEDH, 10 févr. 1995, *Allenet de Ribemont c. France*, n° 15175/89
 CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. Royaume-Uni*, n° 18721/91, §45 et 47
 CEDH, 17 déc. 1996, *Saunders c. Royaume-Uni*, n° 19187/91 §68 et 69
 CEDH, 21 janvier 1999, *Pressoz et Roire c. France*, n° 29183/95
 CEDH, 25 janv. 2000, *Condronx.Royaume-Uni*, n° 35718/97, §56
 CEDH, 6 juin 2000, *Averill c. Royaume- Uni*, n° 36408/ 97, §49
 CEDH, 26 sept. 2000, *Guisset c. France*, n° 33933/96, §59
 CEDH, 21 déc. 2000, *Quinn c. Irlande*, n° 36887/97, §40
 CEDH, 21 déc. 2000, *Heaney et McGuinness c. Irlande*, n° 34720/97, §40
 CEDH, 20 mars 2001, *Telfner c. Autriche*, n°33501/96, §15
 CEDH, 25 juin 2002, *Colombani et Le Monde c. France* n° 51279/99
 CEDH, 23 juill. 2002, *Västberga Taxi Aktiebolag et Vulic c. Suède*, n°36985/97, §113
 CEDH, 5 nov. 2002, *Allan c. Royaume-Uni*, n° 48539/99, §44
 CEDH, 30 mars 2004, *Radio France et autres c. France*, n°53984/00 §24
 CEDH, 19 oct. 2004, *Falk c. Pays-Bas*, n°66273/01
 CEDH, 20 janv. 2005, *Mayzit c. Russie*, n°63378/00, §79
 CEDH, 4 oct. 2005, *Shannon c. Royaume-Uni*, n° 6563/03, §41
 CEDH, 15 déc. 2005, *Kyprianou c. Chypre*, n°73797/01 §§118 -121
 CEDH, 11 juill. 2006, *Jalloh c. Allemagne*, n° 54810/00, §101
 CEDH, 21 sept. 2006, *Pandy c. Belgique*, n° 13583/02
 CEDH, 5 déc. 2006, *Job Vos c. France*, n° 10039/03 ;
 CEDH, 6 févr. 2007, *Garycki c. Pologne*, n°14348/02, §68
 CE, 1^{ère} et 6 s.-sect., 26 juill. 2007, n°293908
 CEDH, 10 mars 2009, *Bykov c. Russie*, n°4378/02, §92
 CEDH, 15 oct. 2009, *Micallef c. Malte*, n°17056/06, §9
 CEDH, 30 mars 2010, *Poncelet c. Belgique*, n°44418/07, §50
 CEDH, 1^{er} juin 2010, *Gäfgen c. Allemagne*, n°22978/05, §169
 CEDH, 2 nov. 2010, *Sakhnovski c. Russie*, n°21272/03, §94
 CEDH, 30 juin 2011, *Klouvi c. France*, n°30754/03 ; note MAYAUD Y., « Dénonciation calomnieuse, ou du satisfecit de la Cour européenne après la loi du 9 juillet 2010 », *RSC Dalloz*, 2011, p. 607
 CEDH, 30 juin 2011, *Messier c. France*, n°25041/07 ; obs. DE VAUPLANE H., DAIGRE J.- J., DE SAINT- MARS B. et BORNET J.- P., *Banque et Dr.* n° 138, juill.- août 2011, p. 20
 CEDH, 6 oct. 2011, *Soros c. France*, n° 50425/06
 CEDH, 27 oct. 2011, *Stankovic c. France et Belgique*, n°25303/08
 CEDH, 15 déc. 2011, *Al-Khawaja et Tahery c. Royaume-Uni*, n° 26766/05, §118
 CEDH, 28 juin 2012, *Martin c. France*, n°30002/08
 CEDH, 10 juill. 2012, *Gregačević c. Croatie*, n°58331/09, §51
 CEDH, 25 juin 2014, *Nodet c. France*, n°47342/14
 CEDH, 9 avr. 2015, *A. T. c. Luxembourg*, n° 30460/ 13, §79

CEDH, 12 mai 2015, *Gogitidze et autres c. Géorgie*, n°36862/05, §125 et 126
 CEDH, 7 juill. 2015, *O'Donnell c. Royaume Uni*, n°16667/10, §51.
 CEDH, 26 janv. 2016, *Iasir c. Belgique*, n°21614/12, §30
 CEDH, 13 sept. 2016, *Ibrahim et autres c. Royaume-Uni*, n° 50541/08, 50571/08, 50573/08 et al, §269 et §273 et 311
 CEDH, 2 mai 2017, *Zschüschen c. Belgique*, n°23572/07, §22.
 CEDH, 19 oct. 2017, *Tsalkitzis c. Grèce*, n°27462/09
 CEDH, 10 déc. 2017, *Stoll c. Suisse*, n°69698/01, §102
 CEDH, 25 juin 2019, *Larrañaga Arando et autres c. Espagne*, n°73911/16, 233/17, 3086/17 et 5155/17, §45 et 46
 CEDH, 10 oct. 2019, *Batiashvili c. Géorgie*, n° 8284/07, §79
 CEDH, 14 janv. 2020, *Khodorkovskiy et Lebedev c. Russie (n° 2)*, n° 51111/07 et 42757/07, §543
 CEDH, 27 oct. 2020, *Ayetullah Ay c. Turquie*, n° 29084/07 et 1191/08, §§ 123-130
 CEDH, 22 juin 2021, *Kasatkin c. Russie*, n°53672/14, §22
 CEDH, 28 avr. 2022, *Wang c. France et Dubois c. France*, n°83700/17 et n°52833/19

J. CJUE

CJCE, 18 oct. 1989, *Orkem c. Commission*, aff. C-374/ 87, §34.
 CJCE, 10 nov. 1993, *Otto BV c. Postbank NV*, aff. C- 60/ 92, §11
 CJCE, 22 nov. 2005, *Knud Gronggaard*, aff. C-384/02
 CJCE, 29 juin 2006, *Commission c. SGL Carbon*, aff. C-301/04, §41
 CJCE, 25 janv. 2007, *Dalmine c. Commission*, aff. C- 407/04, §34
 CJUE, 16 déc. 2008, aff. C-73-07
 CJUE, 23 déc. 2009, *Spector*, aff. C-45/08 ; note TORCK S., « L'état se desserre autour des initiés », *BJB* mars 2010, n°JBB-2010-012, p. 90 et 92 ; note SCHMIDT D., « Une notion controversée : l'utilisation d'une information privilégiée. Précisions sur les sanctions », *BJS* avr. 2010, n°JBS-2010-073. p. 346 ; note BONNEAU T., *RDBF* mars- avr. 2010, n° 2, comm. 80 ; obs. MASCALA C., *Recueil Dalloz*, D.2010.1663 ; note ROGÉY E., DE TOCQUEVILLE J.-G., « Une définition communautaire de la notion d'utilisation d'une information privilégiée », *Recueil Dalloz*, D. 2010. 2313 ; note STASIAK F., « L'utilisation d'une information privilégiée par un initié primaire », *RSC* 2010. 156
 CJUE, 5 juin 2012, aff. C-489/10, pt 37 et s
 CJUE, 2 févr. 2021, aff. C-481/19 ; note SOTIROPOULOU A., « Le droit au silence des personnes physiques soumises à une enquête administrative pour manquement d'initié », *BJB* sept. 2021, n°200g8, p. 17 ; obs. LASSALLE M., *AJDP* 2021. 213 ; note PAILLER P., « Abus de marché - La Cour de justice de l'Union européenne consacre le droit au silence de la personne physique poursuivie », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 2, mars 2021, comm. 42 ; note MATSOPOULOU H., « L'application du droit au silence aux enquêtes administratives à caractère pénal », *JCP* 6 avr. 2021, n° 14, 389 ; note LE NABASQUE H., « Le droit au silence », *RDBF*, mai-juin 2021, n° 3, repère 3
 CJUE, 10 nov. 2022, aff. C-203/21

