African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

Le droit pénal financier face à l'asymétrie d'information : de la répression des abus de marché à la prévention de la défaillance économique

Financial criminal law and information asymmetry: from the repression of market abuse to the prevention of economic failure.

Auteur 1 : Bilal AFKIR.
Auteur 2 : Bouchta ALOUI.

AFKIR BILAL, Doctorant chercheur en droit privé
Université Sidi Mohammed Ben Abdellah (USMBA), faculté des sciences juridiques et politiques de Fès, Maroc – Laboratoire ESSOR (Droit, Philosophie et Société)

BOUCHTA ALOUI, Professeur de l'enseignement supérieur
Université Sidi Mohammed Ben Abdellah (USMBA), faculté des sciences juridiques et politiques de Fès, Maroc – Laboratoire ESSOR (Droit, Philosophie et Société)

Déclaration de divulgation : **L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.**

Conflit d'intérêts : **Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts.**

Pour citer cet article : **AFKIR .B & ALOUI .B (2026) « Le droit pénal financier face à l'asymétrie d'information : de la répression des abus de marché à la prévention de la défaillance économique», African Scientific Journal « Volume 03, Num 39 » pp: 001 – 022.**

DOI : 10.5281/zenodo.24563474.
Copyright © 2026 – ASJ

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

Résumé

Cet article examine la manière dont le droit pénal financier français appréhende l'asymétrie d'information sur les marchés financiers. Il part de l'hypothèse selon laquelle les incriminations d'abus de marché (délit d'initié, diffusion d'information trompeuse, manipulation de cours) ne se limitent pas à protéger des intérêts individuels, mais remplissent une fonction de régulation : prévenir la défaillance de marché et, par propagation, la défaillance économique. En mobilisant la théorie de la sélection adverse, le débat sur l'efficience informationnelle des marchés et l'analyse des comportements moutonniers, l'étude adopte une méthode doctrinale fondée sur l'examen des textes (règlement (UE) n° 596/2014, directive 2014/57/UE, loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, articles L. 465-1 et suivants du Code monétaire et financier) et de la jurisprudence constitutionnelle et judiciaire. Elle montre, d'une part, que la réforme de 2016 a instauré un régime de non-cumul des poursuites administratives et pénales tout en aggravant les peines (cinq ans d'emprisonnement et 100 millions d'euros d'amende, portés à dix ans en cas de bande organisée) ; d'autre part, que la répression s'organise autour de deux usages frauduleux de l'information, sa dissimulation (délit d'initié) et sa révélation (information trompeuse, manipulation de marché), y compris dans leurs formes algorithmiques (quote stuffing, spoofing, layering). L'article propose enfin un modèle de recherche théorique qui articule asymétrie d'information, comportements d'abus, défaillance de marché, défaillance économique et intensité de la réponse pénale, assorti de quatre propositions à tester empiriquement. Il conclut que le droit pénal financier, par sa logique préventive et utilitariste, constitue un instrument de régulation de l'information plutôt qu'un simple outil de répression de la fraude.

Mots clés : droit pénal financier ; abus de marché ; asymétrie d'information ; délit d'initié ; manipulation de cours ; défaillance de marché ; non-cumul des poursuites.

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

Abstract

This article examines how French financial criminal law addresses information asymmetry on financial markets. It starts from the hypothesis that market abuse offences (insider dealing, dissemination of misleading information and market manipulation) do not merely protect individual interests but perform a regulatory function: preventing market failure and, by propagation, economic failure. Drawing on adverse selection theory, the debate on informational market efficiency and the analysis of herd behaviour, the study follows a doctrinal method based on the examination of legislation (Regulation (EU) No 596/2014, Directive 2014/57/EU, Act No 2016-819 of 21 June 2016, Act No 2016-1691 of 9 December 2016, Articles L. 465-1 et seq. of the Monetary and Financial Code) and of constitutional and judicial case law. It shows, first, that the 2016 reform introduced a non-cumulation regime for administrative and criminal proceedings while toughening penalties (five years' imprisonment and a fine of EUR 100 million, raised to ten years for organised gangs); second, that repression is built around two fraudulent uses of information, its concealment (insider dealing) and its disclosure (misleading information, market manipulation), including in their algorithmic forms (quote stuffing, spoofing, layering). The article finally proposes a theoretical research model linking information asymmetry, abusive behaviour, market failure, economic failure and the intensity of the criminal response, together with four propositions to be tested empirically. It concludes that financial criminal law, through its preventive and utilitarian logic, operates as an instrument for regulating information rather than as a mere tool for punishing fraud.

Keywords: financial criminal law; market abuse; information asymmetry; insider dealing; market manipulation; market failure; ne bis in idem.

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

Introduction

Contrairement aux législations anglo-saxonnes, qui recourent à des incriminations générales appliquées à la matière financière et équivalentes à l'escroquerie ou à l'abus de confiance du droit français, la France dispose d'un droit pénal financier dédié (Lepage et al., 2020). Cette spécificité substantielle se double d'une spécialisation processuelle : l'attribution d'une compétence exclusive au procureur national financier (PNF) en matière de délits financiers est présentée comme un gage d'efficacité et de rapidité des procédures correctionnelles. La spécialisation n'emporte pourtant pas l'autonomie complète de la matière, car le droit pénal financier est concurrencé par une répression administrative conduite sous l'égide de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

L'encadrement originel des marchés financiers procédait d'un appel à la probité et à la morale publique (de Vauplane, 2007). L'objectif contemporain est différent : il s'agit d'assurer le fonctionnement de l'économie de marché, le droit pénal intervenant comme instrument de régulation, c'est-à-dire comme une action tendant au maintien ou à l'instauration d'une concurrence effective (de Vauplane, 2007). Or la circulation de l'information conditionne l'effectivité de la concurrence, ce que le législateur reconnaît en réprimant, dans une section du Code monétaire et financier consacrée aux atteintes à la transparence des marchés, les comportements qui la faussent.

Trois cadres théoriques éclairent cette évolution. La théorie de la sélection adverse (Akerlof, 1970) montre que l'information dissimulée au marché conduit les tiers à accorder leur confiance sur des bases erronées. Le débat sur l'efficience informationnelle des marchés oppose les tenants d'une répression des opérations d'initiés, fondée sur l'égalité d'accès à l'information, aux partisans d'une libéralisation (Mackay & Rousseau, 2008). Enfin, l'analyse de l'exubérance irrationnelle et des comportements moutonniers (Shiller, 2016) explique comment une information trompeuse, une fois propagée, peut conduire à une défaillance collective.

Le sujet de cet article est l'appréhension de l'asymétrie d'information par le droit pénal financier français : il s'agit d'examiner comment les incriminations d'abus de marché (délit d'initié, diffusion d'information trompeuse, manipulation de cours) répondent aux déséquilibres informationnels qui altèrent le fonctionnement des marchés financiers et, par propagation, l'économie.

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

La problématique de cet article est la suivante : dans quelle mesure le droit pénal financier français, tel que réformé en 2016, remplit-il une fonction de régulation en prévenant les asymétries d'information génératrices de défaillance de marché, voire de défaillance économique ?

L'objectif général de l'étude est de démontrer que le droit pénal financier exerce, à l'égard de l'information, une fonction préventive de régulation et non une simple fonction de répression de la fraude. L'étude poursuit trois objectifs : 1) reconstituer l'architecture de la répression issue de la réforme de 2016 ; 2) classer les incriminations selon l'usage frauduleux de l'information qu'elles saisissent ; 3) proposer un modèle de recherche théorique permettant de tester empiriquement cette fonction régulatrice.

Le plan est le suivant. La section 1 présente le cadre théorique. La section 2 expose la méthodologie. La section 3 analyse la répression de l'asymétrie d'information : architecture générale (3.1), dissimulation frauduleuse (3.2) et révélation frauduleuse (3.3). La section 4 formule le modèle théorique et ses propositions. La conclusion clôt l'étude.

1. Cadre théorique

1.1. Asymétrie d'information et sélection adverse

Akerlof (1970) a établi, à partir de l'exemple du marché des voitures d'occasion, que l'incertitude sur la qualité d'un bien crée un risque systémique : lorsque le vendeur détient une information que l'acheteur ne possède pas, celui-ci anticipe la mauvaise qualité moyenne. Transposée aux marchés financiers, cette logique conduit les investisseurs, conscients de l'imperfection des informations portées à leur connaissance, à minimiser leurs risques en acquérant des produits peu coûteux et, par nature, peu rentables. Le prix des produits de qualité baisse sur ce même marché et les émetteurs se retirent. L'asymétrie d'information est ainsi un facteur de défaillance de marché ; c'est le concept que le droit pénal financier cherche à neutraliser.

1.2. Efficience du marché et controverse sur le délit d'initié

La doctrine économique n'est pas unanime sur l'incrimination des opérations d'initiés. Henry G. Manne, économiste américain du courant de l'analyse économique du droit, prône une libéralisation totale en soutenant que ces opérations rattrapent le décalage temporel entre le prix du marché et le prix réel, et transmettent l'information aux autres investisseurs, qui peuvent apprécier l'évolution du cours en observant les transactions (Mackay & Rousseau, 2008). Il invoque aussi l'équité au profit des initiés, l'acquisition de l'information ayant un coût qu'il serait légitime de

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

rémunérer, et critique la parfaite égalité d'accès au marché comme une entrave à l'initiative des investisseurs et à la progression du marché (Compin, 2014). À l'opposé, la plupart des législations des grands pays industrialisés considèrent le délit d'initié comme intrinsèquement néfaste : il diminue la confiance des investisseurs et l'attrait des marchés (de Vauplane, 1994). Dans la conception de l'efficience la plus répandue, tous les intervenants ont un accès gratuit, ou à faible coût, et immédiat à toutes les informations concernant les titres ; le débat porte moins sur une égale connaissance que sur un égal accès (de Vauplane, 1994).

1.3. Exubérance irrationnelle et comportements moutonniers

Shiller (2016) désigne par exubérance irrationnelle les phénomènes de bulle dans lesquels les investisseurs se déterminent en observant le comportement des autres. La doctrine économique parle de comportements moutonniers : par le biais d'une information en cascade, des décisions individuellement rationnelles compte tenu de l'information disponible deviennent collectivement irrationnelles et conduisent l'ensemble du système à une défaillance (Shiller, 2016). L'asymétrie d'information perturbe ainsi la relation naturelle entre risque et rémunération en créant un environnement boursier artificiel (Deffains & Stasiak, 2002).

1.4. Le droit pénal comme instrument de régulation

L'intervention pénale se justifie dans cette perspective par sa fonction utilitaire et dissuasive. Le droit pénal financier ne vise pas seulement à punir une atteinte à la morale, mais à maintenir les conditions d'une concurrence effective par l'information (de Vauplane, 2007). L'infraction est préventive : le profit n'est pas un élément constitutif, de sorte que l'acte objectif est réprimé en dehors de tout résultat susceptible d'entraîner la défaillance économique (Lepage et al., 2020). La régulation est cependant concurrente : le droit pénal coexiste avec une sanction administrative, ce qui pose la question de leur articulation (section 3.1). Les travaux consacrés aux défaillances de la régulation, notamment à propos de la crise californienne de l'électricité (Glachant, 2005), rappellent que l'efficacité d'un dispositif de régulation dépend aussi de la capacité des autorités à saisir les manipulations.

2. Méthodologie

L'étude relève de la recherche juridique doctrinale : elle procède de l'analyse du droit positif et de sa jurisprudence pour en dégager la logique d'ensemble. Le corpus se compose : des textes de l'Union européenne (règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014; directive 2014/57/UE du 16

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

avril 2014) ; des textes nationaux (loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, décret n° 2016-1121 du 11 août 2016, loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 dite Sapin II, articles L. 465-1 et suivants du Code monétaire et financier) ; de la jurisprudence constitutionnelle (décisions n° 89-260 DC, n° 2015-462 QPC, nos 2016-545 et 2016-546 QPC, n° 2016-556 QPC, n° 2016-572 QPC) et judiciaire (Cass. crim., 26 oct. 1995 ; Cass. crim., 11 déc. 2002 ; décisions de la cour d'appel de Paris de 1993 et 1995) ; de sources institutionnelles récentes (discours de la présidente de l'AMF du 17 juin 2026, rapport de l'ESMA de 2021) ; de la doctrine juridique et économique citée en bibliographie. Le choix de cette approche procède d'un positionnement épistémologique que les auteurs précisent ici. L'étude s'inscrit dans une posture interprétativiste : le droit pénal financier y est appréhendé comme un système normatif dont la logique se dégage de l'interprétation des textes et de la jurisprudence, et non comme un objet directement mesurable. Cette posture est cohérente avec l'objet étudié, les incriminations d'abus de marché étant des constructions normatives dont la finalité ne se révèle que par l'analyse de leur texte, de leur application par les juges et de leurs justifications. Le mode de raisonnement est mixte. Il est d'abord inductif, l'examen des textes et des décisions permettant de dégager des catégories (dissimulation et révélation frauduleuses de l'information). Il est ensuite hypothético-déductif, la section 4 déduisant de ces catégories et des cadres théoriques mobilisés un modèle et des propositions destinés à être testés. Le recours aux théories économiques (sélection adverse, efficience informationnelle, comportements moutonniers) relève enfin d'une démarche interdisciplinaire, l'analyse économique éclairant la finalité des incriminations.

L'analyse suit une grille à trois entrées : l'objet de l'asymétrie d'information saisie (information privilégiée, fausse, ou manipulée) ; le comportement incriminé (dissimulation ou révélation frauduleuse) ; la fonction régulatrice attachée à l'incrimination (prévention de la défaillance de marché ou de la défaillance économique). Les exemples d'affaires (Pechiney-Triangle, Guinness-Distillers, Enron) sont utilisés comme illustrations de ces catégories et non comme un échantillon statistique. L'étude ne comporte pas de traitement quantitatif de données ; c'est la raison pour laquelle elle débouche, à la section 4, sur un modèle théorique et des propositions plutôt que sur des hypothèses vérifiées.

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

3. Analyse : la répression pénale de l'asymétrie d'information

3.1. Architecture de la répression : spécialisation, non-cumul et aggravation

3.1.1. De la possibilité du cumul à son interdiction

La directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 reconnaît la nécessité de recourir aux sanctions pénales en matière d'abus de marché, écartant l'hypothèse d'un monopole des sanctions administratives parfois défendu en droit interne ; les dispositions européennes ne s'opposeraient pas non plus à l'exclusivité des poursuites pénales. En droit interne, le Conseil constitutionnel avait d'abord jugé, dans sa décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, que le cumul des sanctions prononcées par la Commission des opérations de bourse et par la juridiction correctionnelle ne portait pas atteinte au principe de nécessité des peines (art. 8 de la Déclaration de 1789), sous réserve du respect du principe de proportionnalité : le montant global des sanctions cumulées ne devait pas dépasser le maximum de la sanction la plus élevée encourue.

La décision n° 2015-462 QPC du 18 mars 2015 (affaire EADS) a ensuite affirmé la contrariété du cumul des poursuites administratives et pénales avec le principe de nécessité des peines, imposant une réforme du droit pénal financier (Cappello, 2016 ; Décima, 2015). Le Conseil constitutionnel a toutefois maintenu le cumul des sanctions administratives et pénales en matière fiscale, dans les décisions Cahuzac (n° 2016-545 et 2016-546 QPC du 24 juin 2016) puis Wildenstein (n° 2016-556 QPC du 22 juillet 2016), en se fondant principalement sur la différence de nature des sanctions pénales et fiscales et sur la réservation des poursuites pénales aux fraudes les plus graves, critère jugé éminemment aléatoire et peu adapté à l'exigence de précision et de clarté de la loi pénale (Décima, 2016).

La loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 et le décret n° 2016-1121 du 11 août 2016 ont mis la législation en conformité (Conac, 2016) par l'instauration de l'article L. 465-3-6 du Code monétaire et financier. Le cumul des poursuites est désormais impossible. L'AMF qui souhaite poursuivre administrativement doit en informer le PNF, et inversement. Le destinataire de l'information dispose de deux mois pour se positionner ; le cas échéant, l'autorité primo-agissante dispose de quinze jours pour confirmer son intention et saisir le procureur général près la cour d'appel de Paris, qui tranche en dernier ressort. La décision n° 2016-572 QPC du 30 septembre 2016, relative à la diffusion de fausses informations et au manquement à la bonne information du public, a conforté la constitutionnalité du dispositif.

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

3.1.2. Les critiques adressées au dispositif

La réforme a suscité des critiques doctrinales (Lasserre-Capdeville, 2016). Aucun critère légal ne guide le procureur général dans son choix entre voie administrative et voie pénale. La décision intervient à un stade précoce, où peu d'éléments permettent au ministère public d'arbitrer, avec le risque d'un choix d'opportunité fondé sur la probabilité d'obtenir une sanction pénale. La maîtrise technique des contentieux financiers par le procureur général est en outre moindre que celle de l'AMF, appelée à en connaître plus fréquemment, et la Cour européenne des droits de l'homme lui refuse la qualité d'autorité judiciaire.

3.1.3. L'aggravation des peines et la logique utilitariste

La transposition de la directive 2014/57/UE imposait un renforcement des sanctions pénales. La loi de 2016 a unifié la sanction applicable à tous les initiés, sans plus distinguer initiés primaires, secondaires et tertiaires. L'article L. 465-1 du Code monétaire et financier porte la peine à cinq ans d'emprisonnement (contre deux auparavant) et 100 millions d'euros d'amende, ou le décuple du profit retiré de l'infraction. Ces peines s'appliquent à l'incitation ou à la recommandation d'opération d'initié, nouvelles incriminations, ainsi qu'à la communication d'une information privilégiée, à la manipulation de cours, à la diffusion de fausses informations et à la manipulation d'indices. Elles sont portées à dix ans en cas de bande organisée (Dezeuze, 2016). La loi Sapin II étend par ailleurs le domaine des abus de marché aux offres au public de titres non cotés, aux offres de financement participatif et aux offres de certificats mutualistes ou de parts sociales de banques coopératives ou mutualistes.

Cette évolution traduit une conception utilitariste de la peine : la répression se limite à l'utile mais, lorsqu'elle intervient, elle doit être suffisamment forte pour être dissuasive. Le législateur restreint le champ des poursuites cumulatives tout en aggravant la répression subsistante. Les infractions ont par ailleurs un point commun : ce sont des délits formels, qui n'exigent ni profit ou avantage retiré, ni perturbation effective des cours ou du marché (Lepage et al., 2020).

3.1.4. Dix ans d'application : éléments de bilan

La présidente de l'AMF a dressé en juin 2026 un bilan de dix ans d'application du règlement MAR et de la loi du 21 juin 2016 (Barbat-Layani, 2026). Selon ce bilan, l'AMF a ouvert en moyenne 45 enquêtes par an depuis 2016, presque toutes relatives à de possibles abus de marché, et sa Commission des sanctions a prononcé en moyenne 18 sanctions par an pour abus de marché ; en

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

2025, 26 des 42 personnes sanctionnées l'ont été pour des manquements au règlement MAR. S'agissant de l'aiguillage, la procédure permettant de faire trancher par le procureur général près la cour d'appel de Paris un désaccord entre l'AMF et le PNF n'a jamais été utilisée : ce constat relativise la crainte doctrinale d'un arbitrage arbitraire (section 3.1.2), sans répondre à la critique tenant à l'absence de critère légal.

L'AMF observe en outre une coloration pénale croissante des dossiers (35 signalements ou réponses à réquisition adressés aux autorités judiciaires ou à Tracfin en 2025, contre 26 en 2024) et fait des réseaux d'initiés internationaux une priorité. Le tribunal correctionnel de Paris a ainsi condamné, le 13 avril 2026, trois personnes physiques pour délits d'initiés et complicité, à des peines allant jusqu'à trois ans d'emprisonnement et 30 millions d'euros d'amende (Barbat-Layani, 2026). Ces éléments émanent de l'autorité de régulation elle-même et doivent être lus comme tels ; ils fournissent néanmoins des données publiques utiles pour tester la proposition P4 (section 4). Le cadre continue d'évoluer : le Listing Act européen prévoit un partage des carnets d'ordres des principales plateformes pour faciliter la détection des abus, et le règlement MiCA étend la répression des abus de marché aux crypto-actifs (Barbat-Layani, 2026). La Cour de cassation a par ailleurs jugé, le 28 mai 2025, que la gravité des faits objet d'une enquête de l'AMF s'apprécie en tenant compte des sanctions pénales encourues (Cass., 28 mai 2025, n° 24-10.054).

3.2. La dissimulation frauduleuse de l'information : le délit d'initié

3.2.1. L'usage prohibé d'une information privilégiée

Le délit d'initié sanctionne l'usage frauduleux d'une information privilégiée, définie par renvoi à l'article 7 du règlement (UE) n° 596/2014 comme une information à caractère précis, non rendue publique, qui, si elle l'était, serait susceptible d'influer de façon sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments dérivés qui leur sont liés. Les caractères précis, confidentiel et déterminant traduisent l'asymétrie d'information. Le caractère précis distingue l'information de la rumeur ou du pronostic (résultat comptable, falsification du montant de dividendes, offre publique d'achat à venir). Le caractère déterminant établit le lien réel avec le risque de défaillance du marché (Lepage et al., 2020).

Le caractère confidentiel s'attache davantage à la délivrance de l'information qu'au nombre de ses destinataires : la collégialité des organes de direction et de surveillance qui la détiennent ne lui ôte pas sa nature privilégiée (CA Paris, 14 janv. 1993). L'information ne perd ce caractère que

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

lorsqu'elle est rendue publique par une voie officielle (presse spécialisée, publicité légale, communiqué officiel, lettre aux associés) (CA Paris, 15 mars 1995). L'incrimination est retenue dès lors qu'un des actes propres aux éléments constitutifs a été commis sur le territoire français, de l'ordre jusqu'à l'exécution, solution issue de l'affaire Pechiney-Triangle (Cass. crim., 26 oct. 1995, n° 94-83780). Cette position répond aux difficultés de répression des infractions internationales.

L'élément matériel revêt trois formes : l'utilisation de l'information pour réaliser une opération sur les titres concernés (art. L. 465-1 CMF) ; la recommandation ou l'incitation à réaliser une telle opération, ainsi que le fait de suivre la recommandation ou de céder à l'incitation en connaissance de cause (art. L. 465-2) ; la communication de l'information en dehors du cadre normal de la profession ou des fonctions, dite « dîner en ville » (art. L. 465-3) (Dezeuze, 2016). Le profit n'étant pas un élément constitutif, l'infraction est par nature préventive.

3.2.2. Une atteinte à la confiance et à l'égalité d'accès au marché

Contre la thèse libérale, la stratégie des investisseurs consiste le plus souvent à maximiser le profit en retardant la divulgation d'une information pour en accroître la valeur, ou en retenant une information de qualité supérieure (Deffains & Stasiak, 2002). Il en résulte une perte de confiance dans le fonctionnement du marché, puis une baisse des investissements et de la liquidité : le marché subit un préjudice qui constitue un dommage à l'économie. L'asymétrie générée remet en cause l'égalité d'accès au marché, qui n'a plus lieu dans des conditions identiques (Eyrignac, s.d.). La Cour de cassation a reconnu que le délit d'initié peut causer un préjudice personnel et direct aux actionnaires (Cass. crim., 11 déc. 2002, n° 224), ce que traduit la faculté pour les associations agréées d'investisseurs ou de défense des actionnaires de se constituer partie civile (Lepage et al., 2020).

Le délit d'initié participe ainsi d'une atteinte au crédit et à la confiance, propre à la plupart des infractions d'affaires (abus de biens sociaux, abus de confiance). Mais la confiance est ici malmenée à grande échelle : le préjudice ne touche pas une entreprise dans ses relations commerciales et financières, mais l'ensemble des échanges entre les acteurs d'un même marché. Le risque de défaillance est donc macro-économique. Les législations protectrices de la transparence et de l'intégrité du marché sont des facteurs d'attraction pour les investisseurs, rassurés sur la loyauté de la concurrence ; le risque réside dans une défiance généralisée des marchés boursiers (de Vauplane, 1994).

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

3.3. La révélation frauduleuse de l'information

3.3.1. La diffusion d'information fausse ou trompeuse

Le délit de diffusion d'information fausse ou trompeuse consiste à diffuser une information présentant les caractéristiques de celle exigée pour le délit d'initié, non pour en tirer un profit personnel, mais pour créer une fausse image de la situation du marché dans l'esprit d'autres investisseurs ignorant la nature factice de l'information. Il constitue une forme d'ersatz, en droit financier, de qualifications de droit pénal spécial et des affaires telles que la pratique commerciale trompeuse, l'escroquerie ou la présentation et la publication de comptes inexacts. Le principe specialia generalibus derogant permet au délit financier de s'imposer sur les qualifications non dédiées à la matière financière.

Délit d'initié et diffusion d'information trompeuse peuvent se cumuler lorsqu'un même auteur oriente les destinataires de l'information tronquée vers une fausse réalité tout en usant de l'information véritable et confidentielle pour en tirer avantage. L'information diffusée peut porter sur la situation économique et financière de la société, jusqu'à faire croire à un retour imminent à meilleure fortune alors que celle-ci est en état de cessation des paiements : le délit agit sur l'esprit des spéculateurs en les orientant vers de fausses opportunités de gain.

3.3.2. La manipulation de marché

Le délit de manipulation de marché représente la part illicite de la spéculation : il réduit le caractère aléatoire de celle-ci en faussant le jeu naturel de la fixation du cours par la rencontre de l'offre et de la demande. Il traduit juridiquement ce que la science économique désigne par exubérance irrationnelle ou comportements moutonniers (Shiller, 2016). Il se distingue de la diffusion de fausse information en ce qu'il exige des manœuvres frauduleuses, qui peuvent précisément consister à diffuser cette fausse information. Sur le fondement des articles L. 465-3-1 et L. 465-3-2 du Code monétaire et financier, cette matérialité s'accompagne d'une dualité de dols spéciaux : la volonté d'entraver le fonctionnement régulier du marché et celle d'induire autrui en erreur (Jeandidier, 2004, p. 373). À travers cet élément moral transparaît une volonté de générer une défaillance de marché.

La technique de la bouilloire en offre une illustration : l'auteur multiplie les offres d'achat sur un marché sensible afin de provoquer un effet moutonnier ; les autres investisseurs, interprétant l'opération comme un signal, achètent à leur tour, ce qui, par une prophétie autoréalisatrice, crée

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

une bulle spéculative haussant les prix (Stasiak, 2000). L'auteur n'a plus qu'à revendre ses propres titres pour réaliser une plus-value. Au-delà de la défaillance de marché, ce comportement est susceptible d'entraîner la défaillance économique des acquéreurs, la valeur artificielle des titres chutant rapidement et générant une moins-value.

Le marché financier repose sur un principe de fixation naturelle du prix et sur une base arithmétique simple : plus le risque inhérent au produit est élevé, plus sa rémunération est importante. Les produits CDO (Collateralized Debt Obligations) en fournissent un exemple : la tranche « actions » offre une rémunération élevée et un risque de pertes proportionnel ; la tranche « sénior », un enjeu moindre ; la tranche « mezzanine », un compromis entre les deux extrêmes (Bordes, 2006). L'asymétrie d'information perturbe cette équation en créant un environnement boursier artificiel (Deffains & Stasiak, 2002) : lorsque l'information est trompeuse, sa propagation est amplifiée par les comportements moutonniers et le biais d'information en cascade (Shiller, 2016).

La manipulation peut aussi être ad hoc, au service d'une opération financière plus vaste. En 1986, dans le cadre d'une offre publique d'échange, la société Guinness avait manipulé le cours de ses propres actions afin d'en augmenter la valeur et de déséquilibrer frauduleusement la parité d'échange avec les actions, surévaluées, de la société cible Distillers (Jeandidier, 2005). Les pratiques contemporaines sont technologiques. Le quote stuffing consiste à saturer le marché par des dizaines de milliers d'ordres lancés simultanément, créant un phénomène de congestion qui peut recevoir la qualification de manipulation de cours (Gayraud, 2014, p. 181). Il entraîne une augmentation des coûts de transaction, une baisse de la liquidité et une volatilité accrue ; associé au trading de haute fréquence ou aux algorithmes, il peut conduire à une distorsion de concurrence préjudiciable à l'atomicité du marché. Le spoofing, forme d'escroquerie, consiste à multiplier les ordres d'achat pour gonfler artificiellement les cours puis à les retirer avant exécution (Gayraud, 2014, p. 183). Le layering en est l'inverse : multiplication d'ordres de vente aboutissant à l'achat des produits par un complice avant annulation de la vente, les cours ayant entre-temps chuté.

Cette dimension technologique est désormais saisie par le droit de l'Union. Le règlement MAR range expressément la manipulation par le trading algorithmique ou à haute fréquence parmi les comportements de manipulation (art. 12, § 2, c) et son annexe I cite le quote stuffing, le layering et le spoofing parmi les indicateurs de comportements manipulatoires. Dans son rapport de révision de MiFID II/MiFIR sur le trading algorithmique du 28 septembre 2021, l'ESMA a conclu que le

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

régime applicable avait atteint ses objectifs globaux et proposé d'en étendre sélectivement les exigences aux internalisateurs systématiques (ESMA, 2021).

La faillite d'Enron, aux États-Unis dans les années 2000, a enfin démontré que des manipulations de marché pouvaient entraîner une défaillance systémique, mais aussi les limites de certaines autorités de régulation pour enrayer ce type de phénomène. L'entreprise avait manipulé les prix du marché de l'électricité en trichant sur la réalité de l'offre et de la demande et en recourant à des fraudes à la loi pour contourner la réglementation américaine des marchés (Glachant, 2005, p. 29 et s.).

4. Modèle de recherche théorique et propositions

4.1. Construction du modèle

L'analyse précédente permet de formuler un modèle théorique en quatre maillons, modéré par la réponse pénale : l'asymétrie d'information favorise des comportements d'abus (dissimulation ou révélation frauduleuse) ; ces comportements engendrent une défaillance de marché ; celle-ci peut se propager en défaillance économique ; l'intensité de la réponse pénale agit sur la force de ces relations. Le tableau N°1 définit les variables et leur ancrage.

Tableau N°1 : Variables du modèle de recherche théorique et leur ancrage

Variable	Rôle dans le modèle	Définition	Ancrage
Asymétrie d'information (AI)	Indépendante	Détention par une partie du marché d'une information précise, confidentielle et déterminante que les autres ignorent	Akerlof (1970) ; art. 7 du règlement (UE) n° 596/2014
Comportements d'abus (CA)	Médiatrice	Dissimulation (délit d'initié) ou révélation frauduleuse (information trompeuse, manipulation de marché)	Lepage et al. (2020) ; art. L. 465-1 et s. CMF
Défaillance de marché (DM)	Médiatrice	Perte de confiance, baisse de la liquidité et des investissements, retrait des émetteurs	Akerlof (1970) ; Deffains & Stasiak (2002)

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

Variable	Rôle dans le modèle	Définition	Ancrage
Défaillance économique (DE)	Dépendante	Propagation des pertes à d'autres acteurs du marché ou à l'économie (moins-values des acquéreurs, risque systémique)	Shiller (2016) ; Glachant (2005)
Réponse pénale (RP)	Modératrice	Sévérité des peines, certitude de la sanction et clarté de l'articulation entre poursuites administratives et pénales	Dezeuze (2016) ; Conac (2016)

Source : Élaboré par les auteurs à partir de Akerlof (1970), Deffains & Stasiak (2002), Shiller (2016), Glachant (2005), Lepage et al. (2020), Dezeuze (2016) et Conac (2016).

Le modèle se lit ainsi : AI → CA → DM → DE, la variable RP modérant la relation entre AI et CA (effet dissuasif) et la relation entre CA et DM (effet de restauration de la confiance).

4.2. Propositions

P1. Plus l'asymétrie d'information est élevée, plus la probabilité de comportements d'abus est forte.

P2. Les comportements d'abus accroissent la probabilité de défaillance de marché ; l'effet est plus marqué pour les manipulations amplifiées par des comportements moutonniers (bouilloire, quote stuffing, spoofing, layering) que pour une opération d'initié isolée.

P3. La défaillance de marché accroît la probabilité de défaillance économique des acquéreurs de titres, et le risque systémique lorsque l'abus touche un marché sensible.

P4. Une réponse pénale sévère, certaine et lisible dans son articulation avec la sanction administrative atténue la relation entre asymétrie d'information et comportements d'abus (P1).

Ces propositions pourraient être testées empiriquement, par exemple à partir de données de sanctions prononcées par l'AMF et par le PNF, d'indicateurs de liquidité et de volatilité, ou d'études d'événements autour d'annonces d'information privilégiée. Il ne s'agit ici que de pistes de recherche : l'article ne prétend pas avoir vérifié ces propositions.

Les publications de l'AMF fournissent déjà des séries exploitables (nombre d'enquêtes, de sanctions et de signalements aux autorités judiciaires ; Barbat-Layani, 2026). Leur limite est de

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

mesurer l'activité de l'autorité plutôt que l'intensité de l'asymétrie d'information : elles devraient être croisées avec des indicateurs de marché pour tester P1 à P4.

4.3. Discussion

Le modèle appelle trois précisions. D'abord, le caractère formel des infractions explique que la réponse pénale agisse en amont du résultat : elle cherche à prévenir la défaillance, non à la constater. Ensuite, le non-cumul des poursuites et l'absence de critère légal pour choisir entre voie administrative et voie pénale font de la lisibilité de la réponse un déterminant possible de son effet dissuasif, ce que P4 intègre. Enfin, la thèse libérale évoquée à la section 1.2 constitue le contre-modèle : si les opérations d'initiés accéléraient l'intégration de l'information dans les prix, la relation entre CA et DM serait nulle ou inversée, ce que les travaux empiriques pourraient départager.

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

Conclusion

Cette étude visait à déterminer dans quelle mesure le droit pénal financier français remplit une fonction de régulation en prévenant les asymétries d'information génératrices de défaillance de marché. Sur le plan théorique, elle a montré que les incriminations d'abus de marché s'inscrivent dans la logique de la sélection adverse (Akerlof, 1970) : en sanctionnant la dissimulation et la révélation frauduleuse de l'information, le droit pénal protège la confiance et l'égalité d'accès au marché, conditions de la concurrence effective. La controverse sur l'efficience du marché (Mackay & Rousseau, 2008) n'invalide pas cette lecture : la stratégie des investisseurs, qui consiste à retarder ou retenir l'information, perturbe la fixation naturelle des prix.

Sur le plan méthodologique, l'analyse doctrinale des textes européens et nationaux et de la jurisprudence a permis de reconstituer l'architecture de la répression issue de la réforme de 2016 : spécialisation processuelle autour du PNF, interdiction du cumul des poursuites administratives et pénales (art. L. 465-3-6 CMF), unification et aggravation des peines (cinq ans d'emprisonnement, 100 millions d'euros d'amende, dix ans en cas de bande organisée), extension du domaine des abus de marché par la loi Sapin II. Elle a aussi mis en évidence les fragilités du dispositif, au premier rang desquelles l'absence de critère légal guidant le choix entre voie administrative et voie pénale.

Sur le plan empirique, le corpus de décisions et d'affaires mobilisé (Pechiney-Triangle, Guinness-Distillers, Enron) illustre les deux usages frauduleux de l'information : la dissimulation, avec le délit d'initié, et la révélation, avec la diffusion d'information trompeuse et la manipulation de marché, y compris dans leurs formes algorithmiques. Le droit pénal financier s'attache ainsi à prévenir les conséquences économiques de l'utilisation frauduleuse d'une asymétrie d'information, concept élaboré par la science économique et érigé en cause de la défaillance économique. À ce titre, le droit pénal des affaires se caractérise par une véritable fonction régulatrice.

L'étude comporte des limites. Elle ne repose pas sur des données quantitatives et le modèle proposé reste à valider ; son corpus est centré sur le droit français et sur la période ouverte par la réforme de 2016, complétée par des éléments de bilan publiés par l'AMF en 2026, qui émanent de l'autorité de régulation elle-même et n'ont pas fait l'objet d'une validation indépendante. Des recherches ultérieures pourront tester les propositions P1 à P4, comparer cette architecture avec celle des systèmes anglo-saxons évoqués en introduction, et examiner l'adaptation du droit des abus de marché aux pratiques algorithmiques.

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

ANNEXES

Annexe 1 : Liste des abréviations et des termes spécialisés

Cette liste explique les abréviations, sigles et termes techniques utilisés dans l'article, pour faciliter la lecture.

Tableau N°2 : Abréviations, sigles et termes spécialisés

Abréviation ou terme	Signification
AI	Asymétrie d'information (variable du modèle, section 4)
AJ Pénal	Actualité juridique Pénal (revue juridique)
al. / et al.	et alii : « et autres » (auteurs)
AMF	Autorité des marchés financiers (autorité française de régulation des marchés financiers)
art.	article
Bull. crim.	Bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse (revue juridique)
CA	Dans le modèle (section 4) : comportements d'abus. Dans les références : cour d'appel (CA Paris : cour d'appel de Paris)
Cass. / Cass. crim.	Cour de cassation (plus haute juridiction judiciaire française) / chambre criminelle de la Cour de cassation
CDO	Collateralized Debt Obligations : titres financiers adossés à un portefeuille de dettes et vendus par tranches de risque
CMF	Code monétaire et financier
Cons. const.	Conseil constitutionnel
DC	Décision de conformité à la Constitution (contrôle d'une loi avant sa promulgation)
DE	Défaillance économique (variable du modèle)
Dir.	Directeur ou directrice de publication ou d'ouvrage
DM	Défaillance de marché (variable du modèle)
éd.	édition

African Scientific Journal
ISSN : 2658-9311
Vol : 03, Num 39 Décembre 2026

Abréviation ou terme	Signification
EADS	European Aeronautic Defence and Space Company, société à l'origine de l'affaire jugée par le Conseil constitutionnel en 2015
ESMA	European Securities and Markets Authority (Autorité européenne des marchés financiers)
et s.	et suivant(e)s (pages ou numéros)
Gaz. Pal.	Gazette du Palais (revue juridique)
LGDJ	Librairie générale de droit et de jurisprudence (maison d'édition)
Listing Act	Texte européen visant à simplifier le cadre réglementaire applicable aux sociétés cotées
MAD	Market Abuse Directive : directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché
MAR	Market Abuse Regulation : règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché
MiCA	Markets in Crypto-Assets : règlement européen sur les marchés de crypto-actifs
MiFID II / MiFIR	Markets in Financial Instruments Directive / Regulation : directive et règlement européens sur les marchés d'instruments financiers
n°	numéro
op. cit.	opere citato : « dans l'ouvrage déjà cité »
p.	page
P1 à P4	Propositions de recherche formulées à la section 4.2
PNF	Parquet national financier (désigné dans le texte par « procureur national financier »)
QPC	Question prioritaire de constitutionnalité (contestation de la constitutionnalité d'une loi à l'occasion d'un procès)
RP	Réponse pénale (variable du modèle)
s.d.	sans date

Abréviation ou terme	Signification
Sapin II	Nom donné à la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, d'après le ministre qui l'a portée
Tracfin	Service français de renseignement financier (Traitement du renseignement et action contre les circuits financiers clandestins)
UE	Union européenne
ad hoc	Latin : conçu spécialement pour un cas précis
bouilloire	Technique de manipulation décrite en section 3.3.2 : multiplication d'offres d'achat pour provoquer un effet d'imitation et faire monter les prix
layering	Anglais : multiplication d'ordres de vente aboutissant à l'achat des produits par un complice avant annulation de la vente
ne bis in idem	Latin : nul ne peut être poursuivi ou puni deux fois pour les mêmes faits
quote stuffing	Anglais : saturation du marché par des dizaines de milliers d'ordres lancés en même temps
specialia generalibus derogant	Latin : la règle spéciale l'emporte sur la règle générale
spoofing	Anglais : multiplication d'ordres d'achat pour gonfler artificiellement les cours, puis retrait avant exécution

BIBLIOGRAPHIE

Doctrine

Akerlof, G. A. (1970). The market for « lemons » : Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics, 84*(3), 488-500.

Barbat-Layani, M.-A. (2026, 17 juin). *Les contentieux européens des abus de marché* [Discours d'ouverture]. Autorité des marchés financiers. https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/prises-de-parole/les-contentieux-europeens-des-abus-de-marche-discours-douverture-de-marie-anne-barbat-layani

Bordes, C. (2006). Les banques et le filet de sécurité contre le risque systémique. Dans M.-A. Frison-Roche (Dir.), *Les banques entre droit et économie* (p. 226). LGDJ.

Cappello, A. (2016). Infractions économiques. Dans *Répertoire de droit pénal et de procédure pénale* (n° 80 et s.). Dalloz.

Compin, F. (2014). *Traité sociologique de criminalité financière*. L'Harmattan.

Conac, P.-H. (2016). Décret n° 2016-1121 du 11 août 2016 portant application de l'article L. 465-3-6 du Code monétaire et financier. *Revue des sociétés*, 626.

Deffains, B., & Stasiak, F. (2002). Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique. Dans Y. Chaput (Dir.), *Le droit au défi de l'économie* (p. 179-185). Publications de la Sorbonne.

Décima, O. (2015). Le fantôme de *ne bis in idem*. *Recueil Dalloz*, 874.

Décima, O. (2016). C'est grave ? *Recueil Dalloz*, 2442.

de Vauplane, H. (1994). Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés. *Les Petites Affiches*, (37), 4.

de Vauplane, H. (2007). Marchés financiers : régulation, règlementation ou autoréglementation ? Dans *Le Code de commerce 1807-2007 : Livre du bicentenaire* (p. 375-377). Dalloz.

Dezeuze, E. (2016, 18 juillet). Abus de marché – La refonte de la répression des abus de marché. Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016. *La Semaine juridique – Édition générale*, (29), 846.

European Securities and Markets Authority. (2021, 28 septembre). *MiFID II/MiFIR review report on algorithmic trading* (ESMA70-156-4572). ESMA.

Gayraud, J.-F. (2014). *Le nouveau capitalisme criminel*. Odile Jacob.

Glachant, J.-M. (2005). La crise californienne. Accident fortuit ou première défaillance du système de régulation des réformes concurrentielles de l'électricité ? Dans M.-A. Frison-Roche (Dir.), *Les risques de régulation* (p. 29 et s.). Presses de Sciences Po et Dalloz.

Jeandidier, W. (2004). L'élément moral des infractions d'affaires ou l'art de la métamorphose. Dans *Une certaine idée du droit : Mélanges en l'honneur d'André Decocq* (p. 373). Litec.

Jeandidier, W. (2005). *Droit pénal des affaires* (6e éd.). Dalloz.

Lasserre-Capdeville, J. (2016). Présentation succincte de la réforme du droit pénal financier. *AJ Pénal*, 424.

Lepage, A., Maistre du Chambon, P., & Salomon, R. (2020). *Droit pénal des affaires* (6e éd.). LexisNexis.

Mackay, E., & Rousseau, S. (2008). *Analyse économique du droit*. Dalloz-Thémis.

Shiller, R. J. (2016). *Faut-il avoir peur des bulles financières ? L'exubérance irrationnelle des marchés*. Deboeck.

Stasiak, F. (2000). Responsabilité pénale de la personne morale. *Revue de science criminelle*, (6),165.

Textes juridiques et jurisprudence

Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (MAR), notamment art. 12 et annexe I.

Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (MAD).

Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 ; décret n° 2016-1121 du 11 août 2016 ; loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 (Sapin II).

Code monétaire et financier, art. L. 465-1 à L. 465-3-6.

Conseil constitutionnel, 28 juillet 1989, n° 89-260 DC ; 18 mars 2015, n° 2014-453/454 et 2015-462 QPC ; 24 juin 2016, n° 2016-545 et 2016-546 QPC ; 22 juillet 2016, n° 2016-556 QPC ; 30 septembre 2016, n° 2016-572 QPC.

Cass. crim., 26 octobre 1995, n° 94-83780 ; Cass. crim., 11 décembre 2002, *Bull. crim.* n° 224 ; Cass., 28 mai 2025, n° 24-10.054.

CA Paris, 14 janvier 1993, *Gaz. Pal.*, 18 avril 1993, p. 14, note J.-P. Marchi ; CA Paris, 15 mars 1995, *Bull. Joly Bourse*, 1995, p. 181, note N. Decoopman.

Tribunal correctionnel de Paris, 13 avril 2026 (cité dans Barbat-Layani, 2026).