

## DOSSIER

# La répression pénale des abus de marché

### Avec les contributions de

Nicolas Ida, Quentin Bertrand, Astrid Mignon Colombet, Alexandre Mennucci, Caroline Mirieu de Labarre et Maxime Galland.

### Échanges avec

Marie-Anne Barbat-Layani, Pascal Prache, Eric Dezeuze et Guillaume Pellegrin.

**Direction éditoriale**  
Arnaud Raynouard

**Direction scientifique**  
Didier Poracchia

**Directeur de publication**  
Mathys Depeige

**Responsable de rédaction**  
Simon Rovelon

**Édité et publié par**  
Eole Editions SAS

**ISSN**  
En cours d'attribution

## Éditorial

Par Arnaud Raynouard

Extension du domaine du contentieux financier... une complexité sans garantie d'efficacité !

### Dossier : la répression pénale des abus de marché

**Regards croisés : Dix ans de répression des abus de marché à travers le mécanisme de l'aiguillage**

Échanges avec Marie-Anne Barbat-Layani, Pascal Prache, Eric Dezeuze et Guillaume Pellegrin.

**L'extension du statut de repentir aux abus de marché**

Nicolas Ida

**Réseaux d'initiés : les prémisses d'une nouvelle justice pénale boursière**

Astrid Mignon Colombet et Alexandre Mennucci

**Quelques conséquences de la préférence française pour une répression administrative et non pénale des abus de marché**

Quentin Bertrand

### Contentieux des sociétés cotées et offres publiques

**Quelques enseignements tirés de la jurisprudence boursière récente**

Olivier Huyghues Despointes, Sophie Robert et Alexis de Mailly Nese

### Contentieux des obligations professionnelles

**L'obligation de détection des abus de marché à l'épreuve de l'effectivité des dispositifs de surveillance**

Maxime Galland

**La règle d'imputabilité automatique au dirigeant effectif des griefs notifiés à la société de gestion de portefeuille**

Michel Storck

### Tribunes et opinions

« Le contentieux boursier devrait être rapide, ce qu'il fut et n'est plus. Il devrait être prévisible, ce qu'il fut et n'est plus »

Entretien avec Marie-Noëlle Dompé

### Procédures

**Droit de se taire devant l'AMF : des évolutions notables mais encore insuffisantes**

Marine de Montecler et Emma Cugini

**Compétence de l'AMF : des confirmations et des questions**

Arnaud Raynouard

### Finance durable

**Vigilance et finance : le divorce ?**

Thibaut Duchesne

*rcfb*

**Numéro 01**

**Avril 2026**

Disponible intégralement et  
gratuitement sur [rcfb.fr](http://rcfb.fr)

Contact : [contact@rcfb.fr](mailto:contact@rcfb.fr)

Proposer un article : [redacteurs@rcfb.fr](mailto:redacteurs@rcfb.fr)

**Directeur de publication** : Mathys Depeige

**Responsable de rédaction** : Simon Rovelon

**ISSN** : en cours d'attribution

Revue éditée par Éole Éditions

Société par Actions Simplifiée

au capital de 1.000 €

999 506 348 RCS Paris

142, rue de Rivoli

75001 Paris Cedex



## Le mot du Comité éditorial

« L'ambition de la Revue du Contentieux Financier et Boursier (RCFB) est de stimuler, grâce à une diffusion numérique gratuite et largement accessible, le développement de la recherche scientifique en droit financier et boursier, en créant un espace complémentaire dans lequel universitaires et praticiens de référence peuvent croiser leurs analyses et alimenter la réflexion doctrinale et pratique. »

Le comité éditorial, composé d'universitaires et de praticiens, travaille en continu afin de proposer une recherche vivante et mettre en lumière les travaux des professionnels qui participent à l'évolution de la discipline. »

*Le comité éditorial*

## Présentation de L'Éditeur

Éole Éditions est une jeune structure d'édition indépendante fondée pour contribuer au développement de la recherche scientifique juridique en offrant aux professionnels du droit et aux étudiants un contenu d'actualité et de fond, numériquement et gratuitement.

Fidèle à sa raison d'être, Éole Éditions a été créée pour réinvestir tout bénéfice réalisés dans la recherche juridique, à travers l'organisation de colloques, d'études transverses et la diffusion de la recherche.



## Revue du Contentieux Financier et Boursier

### Direction éditoriale

Arnaud Raynouard

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Paris Dauphine-PSL

### Direction scientifique

Didier Poracchia

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Paris I Panthéon Sorbonne

Patrick Sayer

Président du Tribunal des Activités Économiques de Paris

Matthieu Brochier

Avocat au barreau de Paris, Associé, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI

### Comité éditorial

Quentin Bertrand

Avocat au barreau de Paris, Counsel, Visconti Associés

Thibaut Duchesne

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Jean Moulin Lyon III

Maxime Galland

Avocat au barreau des Hauts-de-Seine et Docteur en droit, Associé, KPMG Avocats

Nicolas Ida

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université de Haute-Alsace

Caroline Kleiner

Agrégé des Facultés de droit, Professeure à l'Université Paris Cité

Caroline Mirieu de Labarre

Avocate au barreau de Paris et Docteure en droit, Associée, Mirieusauty

Johan Prorok

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Jean-Monnet Saint-Étienne

Gaël Rivière

Avocat au barreau de Paris, Bredin Prat

Marie Robert-Schmid

Avocate au barreau de Paris, Counsel, Gide

Florent Testud

Avocat au barreau de Paris, Mayer Brown

### Fondateurs

Mathys Depeige

Directeur de publication de la revue

Simon Rovelon

Responsable de rédaction de la revue

# SOMMAIRE

Revue du Contentieux Financier et Boursier - Numéro 01

## Éditorial

### Tribunes & Opinions

- 5 | **Éditorial : Extension du domaine du contentieux financier... une complexité sans garantie d'efficacité**  
Par Arnaud Raynouard
- 6 | **Entretien : "Le contentieux boursier devrait être rapide, ce qu'il fut et n'est plus."**  
Échanges avec Marie-Noëlle Dompé

## Dossier

### La répression pénale des abus de marché

- 10 | **Regards croisés : dix ans de répression des abus de marché**  
Échanges avec Marie-Anne Barbat Layani, Pascal Prache, Eric Dezeuze et Guillaume Pellegrin
- 17 | **Quelques conséquences de la préférence française pour une répression administrative et non pénale des abus de marché**  
Par Quentin Bertrand
- 24 | **Le régime des repentis dans la répression des abus de marché**  
Par Nicolas Ida
- 28 | **Réseaux d'initiés : les prémises d'une nouvelle justice pénale boursière**  
Par Astrid Mignon Colombet et Alexandre Mennucci

## Rubrique

### Contentieux des obligations professionnelles

- 32 | **La responsabilité disciplinaire de plein droit des dirigeants effectifs de sociétés de gestion de portefeuille**  
Par Michel Storck
- 36 | **L'obligation de détection des abus de marché à l'épreuve de l'effectivité des dispositifs de surveillance**  
Par Maxime Galland

## Rubrique **Procédures**

- 40 | **Droit de se taire devant l'AMF : des évolutions notables mais encore insuffisantes**  
Par Marine de Montecler et Emma Cugini
- 45 | **Compétence de l'AMF : des confirmations et des questions**  
Par Arnaud Raynouard

## Rubrique **Contentieux des sociétés cotées et des offres publiques**

- 54 | **Quelques enseignements tirés de la jurisprudence boursière récente**  
Par Olivier Huyghues Despointes, Sophie Robert et Alexis de Mailly Nesle

## Rubrique **Contentieux de la finance durable**

- 61 | **Vigilance et finance : le divorce ?**  
Par Thibaut Duchesne

## Extension du domaine du contentieux financier... une complexité sans garantie d'efficacité

Auteur(s)



**Arnaud Raynouard**

Professeur à l'Université Paris Dauphine-PSL

Il y a exactement 30 ans, un article défendait et démontrait « l'extension du contrôle juridictionnel des marchés »<sup>1</sup>. Les auteurs adoptaient le constat dressé peu avant par Alain Viandier affirmant que « par l'amplification des controverses, le juge est ainsi devenu à sa manière, une autorité de marché »<sup>2</sup>. Plus radical encore, et encore plus tôt, Guy Canivet, alors président de chambre à la Cour d'appel de Paris, laquelle reçoit compétence en 1988 pour connaître des recours contre la Commission des opérations de bourse, affirme qu'elles partagent « la mission de réguler les marchés économiques et financier »<sup>3</sup>. L'histoire a, depuis lors, montré qu'il était erroné de considérer le juge comme un régulateur, ou alors au sens tellement lâche de ce terme qu'il en perd toute signification. Si le moteur principal de la régulation financière est œuvre du législateur et des autorités de surveillance, l'impact du juge est conséquent. C'est le juge qui fixe la légalité des actes du régulateur, il interprète les normes, protège les droits fondamentaux et légitime les sanctions administratives. L'extension du contrôle juridictionnel, liée à la (difficile) harmonisation européenne ou à la protection des investisseurs et des consommateurs, complète ainsi l'action des autorités de surveillance qui sont les acteurs premiers en matière de supervision, d'enquête et de sanctions administratives. Le droit financier est un droit normatif et administratif (il existe un ordre public financier, très visible en matière bancaire et des marchés financiers), mais il est également un droit de pratiques. Et c'est là qu'apparaît pleinement le rôle structurant que le contentieux apporte. Sans doute le juge intervient essentiellement par un contrôle a posteriori, il n'en demeure pas moins structurant des comportements des régulateurs. De l'affaire Oury (1999) à l'affaire Vivendi (2025), l'impact est saisissant et le juge est bien celui qui a le dernier mot : c'est lui qui fixe et détermine le droit positif. C'est le juge qui juge le régulateur. Légitimant les pouvoirs des régulateurs, développant l'interprétation de règles complexes (ne serait-ce que par leur rédaction alambiquée

et leur enchevêtrement), apportant un complément de lignes directrices au travers des litiges en responsabilités (y compris celle du régulateur), l'apport du contentieux est important. Le constat n'est pas limité au juge national, la Cour de justice de l'Union européenne (recours en annulation, en manquement et questions préjudicielles) nourrit l'application uniforme du droit dérivé qui est la source première du droit financier des États membres. Certes, ce contentieux financier est, comme le droit financier lui-même, « balkanisé »<sup>4</sup> : régulateurs, juge administratif, juge judiciaire, juge européen et juge national en traitent. Le temps d'une revue entièrement consacrée à ce contentieux financier, qu'il faut comprendre comme *les contentieux*, s'imposait. Et ce n'est donc pas un hasard si le projet né de la volonté de deux jeunes et récents diplômés du « master 259 - juriste financier » de l'Université Paris Dauphine - PSL. Effet générationnel ! Enfin, d'évidence, le droit financier est un droit en évolution permanente. Évolution qui est fonction de la technique financière, des technologies, de l'analyse économique du fonctionnement du marché mais également des opinions publiques (que l'on songe par exemple aux débats post-crise

de 2008 sur la limitation des rémunérations des traders ou encore de nature de la stabilité financière comme bien commun). Le juge est nécessairement perméable à ces débats. La « fondamentalisation », comprise comme le recours aux droits fondamentaux, en particulier en matière processuelle, du droit financier de ces dernières années en est une illustration. Cette nouvelle revue, faisant la plus large part à de nouvelles plumes, praticiens et universitaires, ambitionne de mettre en perspective le rôle structurant des contentieux, la jurisprudence donnant à voir les rencontres entre la norme, la pratique et les usages. S'intéresser aux contentieux financiers est le moyen de (re)trouver l'efficacité que la complexité des normes malmène : n'est-ce pas le rôle de la doctrine que de donner du sens aux désordres apparents !

1 D. Martin et S. Amiel-Morabia, RTD com 1996, n° 1, p. 31.

2 Le modèle français de relation entre le juge et les autorités de marché, Petites affiches 1994, n° 71, p. 91.

3 Le juge et l'autorité de marché, RJ com 1992, p. 186.

4 A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, T. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobelle, D. Robine, Droit financier, Précis Dalloz, 4ème éd, 2025, n° 8.

# ENTRETIEN

“Le contentieux boursier devrait être rapide, ce qu’il fut et n’est plus. Il devrait être prévisible, ce qu’il fut et n’est plus.”



## Échanges avec Marie-Noëlle Dompé

Ancienne magistrate puis directrice du service juridique de la commission des opérations de bourse  
Ancienne avocate associée du cabinet Darrois Villey Maillot Brochier

Le droit financier est un droit de pratiques, dont l'évolution aura été marquée par une juridicisation constante. Cette évolution est notamment le fait des acteurs de cette matière, du côté des praticiens du droit (régulateurs, juges, avocats), des opérateurs du marché et des agents économiques. La RCFB a donc souhaité leur donner la parole en leur permettant d'exprimer leurs points de vue : c'est l'objet de cette rubrique « Entretien ». Nous l'inaugurons en donnant la parole à des pionniers de la matière, dont l'action aura participé à faire l'évolution du droit financier.

*Arnaud Raynouard, Directeur éditorial*

**Revue du Contentieux Financier et Boursier : Vous avez dirigé le service juridique de la Commission des opérations de bourse (COB) entre 1987 et 1995, à une période où le contentieux boursier répressif reposait sur une architecture institutionnelle et procédurale sensiblement différente de celle que nous connaissons aujourd'hui. Avec le recul, pensez-vous que l'action répressive de la COB poursuivait les mêmes objectifs que ceux de l'actuelle AMF ?**

**Marie-Noëlle Dompé :** Lorsque j'ai intégré la COB en 1987, sa direction juridique s'appelait encore service juridique, car la COB était alors une émanation du Ministère des finances. J'étais magistrat en détachement et mon traitement était assuré par le Ministère des finances et non plus par le Ministère de la justice. Le Ministre des finances avait autorité sur le président de la COB. La notion d'autorité administrative indépendante n'en était qu'à ses balbutiements. Il n'existait qu'un seul précédent à la création de la COB, celui du Conseil de la concurrence devenu Autorité de la concurrence. La qualité d'Autorité administrative indépendante était alors hautement contestée par les sociétés cotées hostiles, selon leurs intérêts du moment, au contrôle exercé par la COB dans le déroulement des offres publiques d'acquisition et les maintiens de cours après cession du bloc de contrôle. Ces opérations étaient soumises d'une part, au contrôle de la Compagnie des agents de change, ancêtre du Conseil des marchés financiers, pour la conformité à son règlement, d'autre part à la COB pour la bonne information du public. Rappelons que la COB n'avait été créée que vingt ans auparavant, en vertu de l'ordonnance du 28 septembre 1967 à l'initiative du Président De Gaulle et de Michel Debré. Son organisation et son fonctionnement étaient inspirés de la SEC américaine et de la Commission bancaire belge. Établir, en 1987, que la COB était une AAI passait par une démonstration fondée sur les modalités de ses prises de décisions. Une loi de 1988 avait donné aux présidents des juridictions compétentes la possibilité d'appeler le président de la COB à émettre un avis écrit, puis oral à

l'audience, sur les opérations financières soumises à recours. Jusqu'alors, quand une enquête diligentée par le service de l'inspection caractérisait un délit pénal - initié, fausse information et manipulation de cours - le Collège de la COB statuait sur les suites à lui donner qui ne pouvaient être qu'un classement si les faits étaient insuffisamment établis, ou une transmission au parquet dans le cas contraire.

C'est la loi du 2 août 1989 qui a donné son ancrage juridique à la COB, tandis que l'ancienne Compagnie des agents de change devenait le Conseil des Bourses de Valeurs. La qualité d'AAI fut alors reconnue à la COB. Cette loi lui a également octroyé un pouvoir de sanction administrative. L'action répressive de la COB n'a donc été créée qu'en 1989. Encore a-t-il fallu rédiger et faire homologuer les règlements qui allaient servir de base juridique aux poursuites. Leur publication au JO intervint en 1990. Pour respecter le principe de légalité criminelle qui s'appliquait évidemment aux futures sanctions administratives, seuls les faits commis postérieurement à cette publication ont pu faire l'objet d'une procédure de sanction par la COB. Initialement, le Collège de la COB, se transformant en une instance de jugement, rendit les premières décisions de sanction administrative. Un arrêt de 1997 de la cour d'appel de Paris présidée par M. Guy Canivet, a jugé, à juste titre, que le collège de la COB ne pouvait pas, sans méconnaître le principe de la séparation des pouvoirs, à la fois, rédiger les règlements qui allaient servir de base juridique à la poursuite, décider de l'ouverture d'une procédure de sanction à l'issue d'une enquête que son président avait initiée, poursuivre les manquements boursiers et les juger. D'où la création de la Commission des sanctions de l'AMF, qui est moins souvent saisie depuis que ce que l'on peut appeler le « plaider coupable » a été institué.

Et oui, l'action répressive de la COB poursuit les mêmes objectifs que ceux de l'actuelle AMF - le bon fonctionnement du marché boursier et la protection des investisseurs - même si tout, surtout le corpus juridique, est devenu beaucoup plus

compliqué et moins lisible qu'à l'origine.

**RCFB :** Une carrière d'avocate vous a placée, après avoir été magistrate, de l'autre côté de la barre. Après avoir représenté et accompagné une multitude d'acteurs, ce changement a-t-il influencé votre perception des exigences du procès équitable dans les contentieux répressifs financiers et boursiers, tant administratifs que pénaux ?

**M-N.D. :** Oui, bien sûr et je pense qu'il ne peut guère en aller autrement. Voir en face les faits et la procédure dont est l'objet votre client, après avoir contribué auparavant à l'enquête et à la procédure de sanction de la COB, permet une vision à 360°. Ajoutez à cet élément, le fait que j'ai connu, au sein de l'AMF, des acteurs - et non des moindres - qui n'avaient pas particulièrement ce qu'on peut appeler, une fine culture judiciaire et les défauts des enquêtes et de la procédure de sanction n'en ressortaient que plus crûment. J'ai tout de même vu et vécu un dossier dans lequel un témoin à charge a été subrepticement appelé à témoigner par procès-verbal quelques jours avant l'instance de sanction, en fraude des droits des dirigeants mis en cause d'une société cotée, après la clôture du dossier d'enquête, après la notification des griefs et après le dépôt des mémoires en défense. C'est lors de l'audience de sanction que mes confrères et moi-même avons découvert que c'était au vu de ce « témoignage », que le Collège de l'AMF avait rendu un avis sur la sanction applicable. La cour d'appel et la cour de cassation ont donné leur bénédiction à ce procédé. La plupart du temps, quand la culture judiciaire n'est pas suffisante, le principe du contradictoire est vu comme une gêne dans le déroulement de la procédure, surtout quand le but recherché par la partie poursuivante doit être, dans son esprit, atteint.

*« Le respect du principe du contradictoire n'est pas fait pour embêter les juges. Il est fait pour provoquer, après une thèse exprimée par l'enquête, l'émergence d'une antithèse, le tout destiné sous la forme d'une synthèse, à s'approcher au plus près de la réalité des faits »*

Comme a coutume de le rappeler Jean-Michel Darrois, le respect du principe du contradictoire n'est pas fait pour embêter les juges. Il est fait pour provoquer, après une thèse exprimée par l'enquête, l'émergence d'une antithèse, le tout destiné sous la forme d'une synthèse, à s'approcher au plus près de la réalité des faits. S'il ne s'agit que de faire entrer les faits et l'intention du mis en cause dans une case préétablie qui aboutira inmanquablement à une sanction, alors oui, le principe du contradictoire vient parasiter les certitudes et le projet de sanction poursuivis. Nul ne devrait jamais oublier qu'une procédure, ce n'est pas « Les chasses du comte Zaroff », mais que derrière l'éventuel plaisir du chasseur, il y a l'honneur, les biens et souvent la liberté d'une personne. Cette approche par thèse, antithèse, synthèse, est précisément conçue pour inviter le juge, via l'antithèse, à se mettre à la place de la partie poursuivie.

**RCFB :** La création du PNF a-t-il changé de manière décisive la répression des délits financiers ?

**M-N.D. :** J'ai quitté la direction juridique de la COB en septembre 1995 et le cabinet Darrois le 31 décembre 2015. Le parquet national financier a été créé par une loi du 6 décembre 2013 et n'est entré en fonction que le 1er février 2014. Je n'ai donc quasiment aucune expérience de ce que la création du PNF a pu modifier. Ce que je puis simplement dire, c'est qu'avant le PNF, le parquet de Paris était doté d'une « section financière », dirigée par M. Jean-Claude Marin, un magistrat extrêmement brillant, d'une compétence incontestable, devenu plus tard procureur général de la Cour de cassation. Ce n'est donc pas au fond, comme on dit en droit, que le PNF a pu modifier le traitement des dossiers financiers. Le PNF créé en 2013 a, du moins à ses débuts, été conçu comme une martingale, davantage politique que juridique et ce ne sont pas les propos ultérieurs tenus par Mme Édith Boizette qui m'inclinent à penser le contraire.

**RCFB :** Au cours des dernières décennies la source européenne et la densité des normes du secteur financier se sont fortement accrues : selon vous, cela a-t-il modifié la nature du contentieux ou encore sa philosophie ?

**M-N.D. :** L'empilement des normes européennes et nationales est une catastrophe pour la Place de Paris. Entre les directives, les règlements européens d'application directe, mais qui, curieusement nécessitent parfois des dispositions d'application, le règlement de l'AMF passé d'une trentaine de pages en 1989 à plus de mille articles actuellement, la doctrine de l'AMF elle-même déclinée en instructions, positions, recommandations, pratiques de marché admises et rescrits, qui peut encore prétendre que « Nul n'est censé ignorer la loi ? Les normes applicables aux sociétés cotées sont devenues un Léviathan. La réglementation boursière souffre des mêmes maux que les autres domaines du droit, en pire peut-être, tant l'inlassable créativité financière et sa technicité sollicitent la fibre épistolaire du législateur national et du législateur européen. J'ai participé jadis à Bruxelles, aux discussions relatives aux directives sur les offres publiques d'acquisition et sur les opérations d'initiés. Nul ne pourra plus me faire croire que les textes européens sont le moyen d'unifier le droit entre les États membres de l'UE. C'est en fait le moyen pour chaque délégation de faire triompher son droit national et c'est pourquoi, par exemple, on a retrouvé la jurisprudence Daimler de la CJUE dans le règlement européen sur les initiés. Heureusement, le Listing Act a mis fin à cette aberration.

Tout ce corpus juridique est devenu bavard et moralisateur. Ajoutez à ce phénomène les problèmes de traduction qui obligent à comparer la sémantique des textes européens tels qu'ils sont formulés en anglais à leur traduction en français pour y voir un peu clair. Bref, on est loin de la loi qui dispose en termes généraux et clairs. J'avais eu l'occasion de m'exprimer sur ce sujet au sein de l'ouvrage élaboré voici peu par Orphée Grosjean et Catherine Maison-Blanche, « OPA. Pratiques professionnelles et interdisciplinarité », auquel je vous

renvoie. Et je ne parle pas de la durée des procédures d'offres publiques ; sachez que lorsque j'ai débuté à la COB, un contentieux boursier durait une semaine en première instance et une semaine en appel, ce qui était tout de même l'idéal pour les initiateurs d'une offre qui empruntent des sommes considérables aux banques pour financer leurs opérations. On en est loin désormais. Je ne parle pas non plus de l'accumulation des normes déontologiques. En résumé, des Directives européennes aux normes de droit interne, le droit financier est devenu un maquis impénétrable, surtout pour celui qui ne l'a pas vu sédifier.

**RCFB : Vous avez, en tant qu'avocate associée, pu accompagner une variété d'acteurs confrontés à des contentieux boursiers particulièrement sensibles, notamment en matière d'offres publiques. Quelles sont, selon vous, les spécificités de ce contentieux par rapport à d'autres contentieux d'affaires ?**

**M-N.D. :** Le contentieux boursier est très technique et ne peut être, à mon avis, compris et utilisé que par ceux qui en connaissent la genèse et la jurisprudence. Il devrait être rapide, ce qu'il fut et n'est plus. Il devrait être prévisible, ce qu'il fut et n'est plus. Il nécessite d'aller au cœur du sujet sans se perdre dans des circonvolutions annexes et dénuées d'intérêt.

Depuis mon départ du cabinet Darrois en 2015, je suis évidemment ces procédures de beaucoup plus loin. Mais il ressort de mes discussions avec les associés du cabinet en charge du contentieux des offres aujourd'hui que la situation s'est améliorée. C'est notamment grâce au délai légal de 5 mois imparti à la cour d'appel de Paris depuis 2015 pour statuer sur les recours contre les décisions de l'AMF concernant les offres publiques. Plus largement, même lorsque ce délai est inapplicable, les juridictions tiennent compte dans une certaine mesure de l'exigence de célérité qui caractérise les offres publiques : ce fut le cas dans l'affaire Suez en 2021 et plus récemment dans l'affaire Vivendi où la Cour de cassation a statué en sept mois.

**RCFB : Au regard de votre expérience en cabinet, avez-vous constaté une évolution de l'anticipation des contentieux ? Quel est selon vous le rôle de l'avocat dans cette anticipation, notamment en matière boursière ?**

**M-N.D. :** Je ne suis pas certaine que le rôle de l'avocat dans les opérations des sociétés cotées ait évolué. De tous temps, il s'est agi pour lui de signaler le possible et l'impossible. D'anticiper les risques juridiques et judiciaires, d'examiner si une proposition formulée par les banquiers est réalisable et admissible aux yeux de l'autorité de marché ; de déterminer si un instrument financier nouveau créé pour les besoins d'une opération est ou non permis par le droit ; de définir sa nature ; de prévoir si un projet d'opération risque d'être considéré, et jusqu'à quel point, comme une information d'initié ; d'estimer si l'information donnée sera - ou non - suffisante et si elle répondra aux critères du droit boursier, etc, etc, etc.

Il faut bien avoir à l'esprit que, dans le feu de l'action, certes,

on réfléchit à tout. Mais la réaction de ceux qui auront à juger cette opération que l'on prépare la nuit et le jour pendant un certain laps de temps, souvent dans l'urgence, sera la même que la nôtre ? Pas nécessairement. Le regard rétrospectif est toujours plus aisé que celui que l'on a dans la création et l'action, avec la fatigue accumulée des nuits blanches. Ceux qui auront à apprécier les analyses qui furent les nôtres en pleine guerre des nerfs, face à une cible ou à un concurrent qui aura semé des chasses-trappes, seront tranquillement installés dans le fauteuil de leur bureau ou d'une salle d'audience. Ils ne sauront jamais rien de la période de crise traversée dans chaque opération financière ou dans chaque aménagement de l'activité d'une société cotée confrontée à un pari ou à un accident de sa vie.

En matière de contentieux répressif, je garde par exemple un souvenir amer de la sanction infligée à une société cotée active dans le domaine du transport aérien, qui avait dû faire face dans l'urgence aux conséquences de l'éruption inattendue du volcan islandais Eyjafjallajökul, lequel avait, en avril 2010, perturbé tout l'hémisphère nord du ciel aérien, ce qui avait permis - soit dit en passant - à la compagnie britannique concurrente d'en profiter pour se tailler des nouvelles parts de marché. Cette société s'était vue notifier des griefs du chef de mauvaise information, en particulier sur les conséquences de l'éruption de ce volcan. J'étais là, le jour de l'audience devant la commission des sanctions de l'AMF, aux côtés de mes confrères, de l'ancien dirigeant et des représentants de la société poursuivie. En face de nous, nos juges examinaient rétrospectivement un problème qui, sur le moment, fut insurmontable et aussi compliqué à assumer que la prononciation du nom du volcan islandais. Eux, ne mesuraient manifestement pas ce que représente l'éruption d'un volcan aussi énorme pour une compagnie aérienne. Ils étaient tranquilles et sereins. L'auraient-ils été s'ils avaient été à la place des dirigeants ? Évidemment non, mais cette dure réalité ne leur venait même pas à l'esprit.

**RCFB : Quels contentieux boursiers vous ont particulièrement marquée dans votre carrière d'avocate et de directrice juridique à la COB ? Serait-ce toujours le cas si ces contentieux avaient lieu aujourd'hui ?**

**M-N.D. :** À la COB, si je dois en choisir un, ce sera le dossier Perrier de 1992. Il s'agissait d'une bataille boursière entre un opérateur déjà actionnaire, le groupe italien IFIL et la société suisse Nestlé qui avait formulé une contre-offre sur la première offre amiable. La découverte de pactes d'actionnaires dans les tiroirs du banquier d'affaires en charge de l'opération boursière, avait déclenché un contentieux boursier qui fut jugé à Nîmes, siége de Perrier. Le président de la COB d'alors avait été sollicité par le tribunal de commerce de Nîmes dont, avec une vanité mal placée de parisiens habitués de la COB et du Conseil des Marchés financiers, nous doutions de la compétence en matière boursière. Nous avions bien tort ! Ce fut donc toute une armada des meilleurs avocats en matière de droit des sociétés cotées, plus moi pour la COB, qui se sont déplacés à Nîmes pour confronter nos arguments en droit et sur les faits - à mon avis contraires à la discipline des offres,

comme on disait alors - sous l'empire d'une loi nouvelle qui n'avait pas eu le temps de donner lieu à la moindre jurisprudence. L'atmosphère était tendue dans la salle d'audience, comme souvent, je dois dire, dans de tels cas de figure. S'y ajoutait un bataillon de la CGT, mobilisée pour l'occasion par le dirigeant de Perrier et que j'entendais murmurer de façon inquiétante lorsque j'ai pris la parole pour donner le point de vue de la COB. C'est la seule fois de ma vie où je suis sortie d'un tribunal entre deux haies de syndicalistes auxquels, apparemment, je n'étais pas sympathique. Puis le jugement a été très rapidement rendu : de la dentelle ! Une rédaction ferme, claire, nette sur une problématique tout de même originale et surtout sur les dispositions de la loi de 1989 qui servaient pour la première fois de base à ce type de contentieux.

Je ne peux répondre à votre seconde question. Mais d'après mes discussions avec les avocats en exercice, il arrive parfois, encore aujourd'hui, que des décisions remarquables par leur motivation soient rendues – y compris de la part de juges qui ne sont pas des experts de la matière boursière. Cela nécessite un peu d'audace car la matière peut rebuter par sa technicité, mais l'implication des juridictions est indispensable pour contrebalancer le prisme naturel du régulateur boursier qui est celui du marché plus que des sociétés cotées. Seuls les juges peuvent appréhender les enjeux de droit des sociétés qui sont une composante essentielle des offres publiques.

# Dossier

# LA RÉPRESSION PÉNALE DES ABUS DE MARCHÉ

Sous la supervision de Caroline Mirieu de Labarre, Maxime Galland et Nicolas Ida

La technicité croissante des contentieux répressifs, l'évolution des techniques mises en œuvre par les acteurs de marché ainsi que les projections d'évolutions législatives justifient de consacrer à ces sujets le dossier du premier numéro de cette nouvelle revue. Ce dossier revient sur la procédure de l'aiguillage après dix ans de mise en œuvre, et met en lumière des enjeux particulièrement actuels, tels que le démantèlement des réseaux d'initiés, l'application du régime des repentis ou encore les implications du choix entre voies administrative et pénale en matière d'abus de marché.

## Regards croisés : Dix ans de répression des abus de marché à travers le mécanisme de l'aiguillage

Échanges avec...



**Marie-Anne Barbat-Layani**

Présidente de l'Autorité des marchés financiers



**Pascal Prache**

Procureur de la République financier



**Eric Dezeuze**

Avocat associé, Bredin Prat



**Guillaume Pellegrin**

Avocat associé, Bredin Prat

**Avant-propos de la rédaction** - À l'occasion de ce premier dossier consacré à la répression pénale des abus de marché, le format « Regards croisés » propose un échange inédit consacré au mécanisme d'aiguillage, dix ans après son intégration dans les procédures répressives en la matière. Marie-Anne Barbat-Layani, Présidente de l'Autorité des marchés financiers, Pascal Prache, procureur de la République financier, ainsi qu'Éric Dezeuze et Guillaume Pellegrin, avocats associés au sein du cabinet Bredin Prat, développent à cette occasion leurs points de vue sur l'influence de cet outil dans le déclenchement et la conduite des procédures, tout en revenant sur les objectifs poursuivis par la réforme de 2016 et les équilibres qu'elle entendait instaurer entre voies administrative et pénale. Leur échange se prolonge par une mise en perspective du modèle français dans le contexte européen, avant d'aborder les évolutions législatives en cours et les questions qu'elles soulèvent pour la procédure d'aiguillage.

### Revue du Contentieux Financier et Boursier

#### *L'influence procédurale de l'aiguillage*

Le mécanisme d'aiguillage a été introduit en 2016 dans notre droit financier procédural. Comment appréciez-vous aujourd'hui son influence sur le déclenchement et la conduite des procédures en matière d'abus de marché ?

**Marie-Anne Barbat Layani** : La procédure d'aiguillage introduite en 2016 a mis fin à la possibilité de doubles poursuites, administratives et pénales, en matière d'abus de marché. Elle avait suscité beaucoup d'inquiétudes lors de sa mise en place, et s'est avérée une procédure très utile. Elle a donné un cadre à la coopération très étroite entre l'AMF et le PNF, renforcé les liens, et cela nous a donné d'autres idées d'évolutions législatives pour renforcer l'efficacité de l'action répressive contre les abus de marché. En pratique, nous échangeons en

permanence, ce qui permet de répartir les rôles et les dossiers en fonction des contraintes et des outils de chacun. Le bilan est donc très positif. J'en veux pour preuve que la procédure permettant de faire trancher par le Procureur général près la Cour d'appel de Paris un éventuel désaccord entre le PNF et l'AMF sur l'exercice des poursuites n'a jamais été utilisée.

La loi de 2016 a institutionnalisé une coopération qui existait bien sûr déjà, et l'a renforcée. En effet, l'AMF a toujours fait

des signalements au PNF concernant des suspicions d'abus de marché. Elle est d'ailleurs dans l'obligation de le faire<sup>1</sup>. Cela a pu conduire à l'ouverture d'enquêtes par le PNF. En outre, l'AMF était déjà amenée à répondre à des réquisitions, pour participer à certains actes d'enquêtes judiciaires (perquisition, audits) ou apporter son analyse technique pour l'analyse de pièces, ou à des demandes d'avis provenant du PNF, afin d'apporter un éclairage technique sur les dossiers d'abus de marché, compte tenu de son expertise des marchés et des instruments financiers.

Si on veut entrer davantage dans le détail, on peut préciser que cette procédure n'interfère ni avec le travail d'enquête de l'AMF, ni avec le rôle d'autorité de poursuite de son Collège. Le déclenchement des enquêtes par l'AMF, ainsi que leur conduite, relèvent de son Secrétaire général. La décision de poursuivre (la « notification de griefs ») ou le classement d'une procédure, est une décision du Collège.

Elle a conduit à une meilleure articulation des procédures administratives et pénales, y compris en amont de l'aiguillage. En effet, l'AMF et le PNF ont des échanges réguliers afin de déterminer, parfois bien en amont de l'exercice des poursuites, quelle serait la réponse répressive la plus adaptée entre la voie administrative et la voie pénale, au regard des faits en cause. Cette coopération en amont permet une meilleure gestion des ressources et je remercie Pascal Prache et ses équipes pour la qualité de nos échanges.

**Pascal Prache** : La procédure d'aiguillage introduite en 2016 à l'article L. 465-3-6 du CMF impose une concertation entre l'AMF et le PNF au moins à l'issue de l'enquête, lorsque des poursuites sont envisagées, ou lors de l'ouverture d'une information judiciaire. En pratique cette procédure a renforcé les échanges entre le PNF et l'AMF, et ce dès l'ouverture de l'enquête, car chacun sait qu'il faudra in fine se positionner pour une issue administrative ou judiciaire de la procédure. Pour rappel, en application de l'article L. 466-1 du CMF, le PNF a également la faculté de demander à l'AMF son avis sur des faits d'abus de marché, avis qui doit obligatoirement être demandé lorsque des poursuites sont engagées en la matière. De plus, en application des articles L. 621-20-1 et L. 621-20-4 du CMF, le PNF et l'AMF peuvent, voire doivent

se transmettre tout élément de la procédure susceptible d'intéresser leurs enquêtes respectives. Il y a donc des échanges entre le PNF et l'AMF préalablement à l'aiguillage, notamment en cas d'enquêtes croisées, dans une logique d'efficacité et dans le respect des prérogatives de chacun. Compte tenu de la haute technicité de la matière boursière, le législateur a entendu donner une place centrale à cette coordination, ce qui n'entrave ni les droits des suspects, lesquels bénéficient de garanties dans chacune des procédures, ni les droits des victimes qui peuvent se constituer partie civile devant le juge pénal ou saisir le juge civil.

**Eric Dezeuze, Guillaume Pellegrin** : Il en va pour les justiciables des procédures de répression des abus de marché comme pour les passagers d'une rame ferroviaire : le train suit une voie aiguillée pour eux, mais par d'autres et sans eux. Le système de l'aiguillage instauré en 2016 par l'article L.465-3-6 du Code monétaire et financier est une boîte noire, sur laquelle ces justiciables n'ont juridiquement aucune prise. Et ce, qu'ils soient suspects ou victimes (rappelons que la voie de la constitution de partie civile n'est pas ouverte à ces dernières sans que le procureur ait mis en œuvre la procédure d'aiguillage...). L'avocat des victimes ou des suspects ne peut donc guère que considérer le résultat de l'aiguillage à l'issue d'une enquête dont il a pu connaître ; mais il ne peut pas légalement peser sur l'orientation du procès vers l'ordre pénal ou l'ordre administratif.

Quant à l'influence de la procédure d'aiguillage sur la procédure de répression des abus de marché, le choix opéré de l'orientation vers la voie pénale ou la voie administrative peut conduire à des différences marquées. Avant même le procès, si l'aiguillage joue précocement au profit du parquet et que celui-ci ouvre une instruction, les actes d'instruction coercitifs, les mesures conservatoires ou de contrôle judiciaire que peut prendre le juge d'instruction sont susceptibles de singulièrement alourdir le sort des personnes mises en examen. Et la possibilité qu'ont les victimes de se constituer partie civile peut sensiblement influencer sur le cours de l'instruction. Au stade du procès sur le fond, les standards du procès équitable (impartialité du tribunal, contradictoire et droits de la défense, publicité des débats) sont à peu près équivalents devant le tribunal correctionnel et la commission des sanctions. C'est ici encore l'accès au procès pour les éventuelles victimes qui marquera la principale différence entre les deux voies (interdit devant la commission des sanctions, alors qu'il est possible pour les parties civiles au pénal).

<sup>1</sup> **Marie-Anne Barbat Layani** : Article L. 621-20-1 du code monétaire et financier : « Si, dans le cadre de ses attributions, l'AMF acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit, elle est tenue d'en donner avis sans délai au procureur de la République et de transmettre à ce magistrat tous les renseignements, procès-verbaux et actes qui y sont relatifs. »

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

*Dix ans après la réforme, l'atteinte des objectifs*

Dix ans après l'entrée en vigueur du dispositif, estimez-vous que la procédure d'aiguillage a atteint les objectifs qui lui étaient assignés ?

**Pascal Prache** : La procédure d'aiguillage a été mise en place, au premier chef, en réponse à la jurisprudence de la CEDH et du Conseil constitutionnel qui, en application du principe ne

*bis in idem*, a considéré qu'il n'était pas possible de cumuler les poursuites et les sanctions administratives et pénales en matière d'abus de marché. A ce titre, la mise en place de la

procédure d'aiguillage a donc été une réponse claire et efficace, en interdisant toute possibilité de cumul.

Avec la loi du 21 juin 2016, le législateur, pour renforcer la répression pénale des abus de marché, a également entendu réhausser les peines encourues, instaurer la circonstance aggravante de bande organisée, et permis le recours aux techniques spéciales d'enquête pour les enquêtes préliminaires concernant ces mêmes abus.

Dix ans après, force est de constater que le PNF, le cas échéant sur la base d'une enquête de l'AMF et après un aiguillage en sa faveur, a diligencé des procédures conduisant à ce que des condamnations significatives en matière d'abus de marché, comme en témoignent à titre d'exemples les jugements du tribunal correctionnel du 29 janvier dernier dans l'affaire CASINO ou celui du 13 avril dernier dans l'affaire AIRGAS, des appels ayant par ailleurs été formés. Ces dossiers représentent toutefois encore une part trop peu importante des dossiers du PNF avec des délais de procédure encore largement perfectibles.

**Eric Dezeuze, Guillaume Pellegrin** : Répondre à cette question suppose de d'abord vérifier l'intensité des aiguillages. L'AMF nous apprend que près de 80 rapports d'enquête ont été transmis au parquet depuis la réforme de 2016, dont la quasi-totalité s'est soldée par l'ouverture de procédures de sanction devant l'AMF. Sur la même période, le tribunal correctionnel de Paris n'a été saisi, après mise en œuvre de la procédure d'aiguillage, que dans (apparemment) huit affaires (en ce compris dans le cadre de procédures d'homologation de composition administrative ou de comparution sur déclaration préalable de culpabilité). Les affaires acheminées vers le pénal ne tranchent pas nécessairement les abus de marché les plus emblématiques ou théoriquement complexes, mais ont parfois plutôt pu viser (dans trois de ces affaires) des personnes déjà poursuivies par le passé par l'AMF ou la justice pénale pour des agissements distincts (des peines d'emprisonnement ferme ont d'ailleurs pu être prononcées à ces occasions). Ces exemples pourraient traduire une volonté commune des autorités de poursuite d'orienter vers le pénal des affaires où des peines privatives de liberté sont recherchées, comme tel a été le cas dans une affaire jugée en avril 2026 contre des personnes soupçonnées d'appartenir à des réseaux d'initiés. Les affaires où des opérations de marché complexes sont mises en œuvre, susceptibles de caractériser des manipulations de marché ou des manquements d'initiés, demeurent souvent traitées par l'AMF. Celle-ci conserve aussi fréquemment les procédures contre certains acteurs remarquables de la bourse (émetteurs, banques ou fonds d'investissement), et inflige régulièrement, comme nous allons l'aborder, des sanctions pécuniaires lourdes en cas de condamnation.

Pour autant, la haute technicité des opérations de bourse ou des questions juridiques abordées n'est pas un motif d'écarter les dossiers du pénal : l'ensemble des abus de marché ressortissent à la compétence exclusive du tribunal correctionnel de Paris (et plus particulièrement de sa 32<sup>ème</sup> chambre), qui par sa forte spécialisation, accumule une compétence aiguë

en la matière. En outre, l'AMF se constitue désormais quasi-systématiquement partie civile dans les procédures d'abus de marché, comme cette possibilité lui a été donnée lors de sa création en 2003. Cette intervention au procès pénal permet à ses services d'apporter leur éclairage et leurs vues techniques lors des débats devant le tribunal.

**Marie-Anne Barbat Layani** : La coopération entre l'AMF et le PNF est aujourd'hui très efficace grâce à la complémentarité des compétences : compétence technique de l'AMF concernant les marchés et les instruments financiers, indispensable pour traiter des dossiers d'abus de marché ; pouvoirs propres des autorités judiciaires et sanctions pénales n'ayant pas d'équivalent devant la Commission des sanctions de l'AMF, indispensables pour la répression des faits les plus graves. L'efficacité de cette coopération s'explique aussi par le fait que, sur la base de l'expérience acquise, ont été identifiés des cas dans lesquels il est plus pertinent que ce soit le PNF qui exerce des poursuites. Il s'agit des trois cas de figure suivants :

Le premier cas est lié au profil des suspects, par exemple des personnes déjà sanctionnées, parfois à plusieurs reprises, par la Commission des sanctions de l'AMF, pour lesquelles l'éventail des sanctions pénales (qui comprennent notamment des interdictions d'exercice, notamment pour des personnes non régulées par l'AMF, la confiscation de biens issus des infractions voire des peines de prison) semble plus adapté que celui des sanctions administratives ou disciplinaires pouvant être prononcées par la Commission des sanctions. Récemment, le PNF a ainsi exercé les poursuites dans deux affaires de manipulation de cours de type « bouilloire »<sup>2</sup>, faisant suite à des signalements envoyés par l'AMF, impliquant des personnes ayant déjà été sanctionnées plusieurs fois par la Commission des sanctions de l'AMF.

Le deuxième cas est lié à l'existence d'infractions connexes, outre les abus de marché : dans ce cas, dès lors que l'AMF n'est pas compétente pour statuer sur les infractions connexes, la réponse pénale paraît plus adaptée.

Le troisième cas est lié aux pouvoirs nécessaires pour collecter des preuves. En effet, le PNF peut mettre en œuvre des pouvoirs dont ne dispose pas l'AMF : perquisitions, écoutes téléphoniques, gardes à vue, ou saisies pénales par exemple. Ce cas concerne principalement les réseaux d'initiés internationaux : il s'agit de groupes d'individus qui s'organisent pour obtenir, illégalement, parfois en recourant à la corruption, des informations privilégiées sur des sociétés cotées afin de les utiliser, à la veille d'annonces importantes sur des entreprises cotées, comme des OPA par exemple. Depuis plusieurs

<sup>2</sup> **Marie-Anne Barbat Layani** : La technique de la bouilloire est une pratique dans laquelle une personne approche des investisseurs et leur fait miroiter un fort potentiel de hausse d'une action qu'il faut saisir rapidement. Les achats ainsi suscités font monter le cours et les volumes échangés et servent l'argumentaire de la personne qui suscite d'autres achats, entretenant de fait une pression acheteuse sur ce titre. Outre le fait que cette personne ne dispose d'aucune autorisation ou agrément pour recommander ces titres à l'achat, elle omet de préciser à ses interlocuteurs qu'elle détient des quantités souvent importantes de ces actions ou qu'elle agit pour le compte d'un client ou d'une partie liée qui souhaite en vendre. Grâce à des tactiques agressives de vente et des promesses de rendements élevés, son objectif est d'inciter les particuliers à investir dans cet actif pour faire monter le cours de bourse et pouvoir elle-même revendre à profit le grand nombre d'actions détenues. Dès que la vente est réalisée, le démarchage agressif cesse et le cours du titre baisse brutalement entraînant un important préjudice chez les investisseurs qui se retrouvent avec une position importante achetée à prix fort sur un titre souvent illiquide.

années, l'AMF observe la montée en puissance de ce phénomène international, qui a été identifié sur d'autres places financières. En outre, certains réseaux semblent désormais s'associer à des organisations criminelles, qui sont en mesure de leur fournir une plus grande surface financière pour investir, et peut-être blanchir ainsi des sommes issues de la criminalité organisée. Il s'agit donc d'un phénomène particulièrement grave, pour lequel les investigations nécessitent le recours à des pouvoirs réservés aux autorités judiciaires. Les premières décisions pénales sanctionnant ces délits ont été récemment prononcées en France. Je salue à cet égard la décision du 13 avril 2026 du Tribunal correctionnel de Paris qui a condamné pour des peines d'emprisonnement allant jusqu'à 3 ans et des amendes allant jusqu'à 30 millions d'euros trois personnes physiques pour délits d'initiés et complicité de délits d'initiés. Cette décision marque l'aboutissement d'une première affaire de réseaux d'initiés, dans laquelle l'AMF s'était constituée partie civile<sup>3</sup>.

3 Marie-Anne Barbat Layani : Lien 1 : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-salue-de-premieres-decisions-penales-dans-le-cadre-dune-affaire-de-reseaux-dinities>  
Lien 2 : [https://www.tribunal-de-paris.justice.fr/sites/default/files/2026-04/CP2026.04.13%2032%C3%A8me%20chambre\\_0.pdf](https://www.tribunal-de-paris.justice.fr/sites/default/files/2026-04/CP2026.04.13%2032%C3%A8me%20chambre_0.pdf)

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

### *Le modèle français dans le contexte européen*

Dans un contexte d'intégration européenne plus en plus marquée (MAR, jurisprudence CJUE), comment appréciez-vous la singularité du modèle français d'aiguillage ?

**Eric Dezeuze, Guillaume Pellegrin** : Il n'est pas certain qu'il soit pertinent de ne se poser cette question qu'en termes de prévention d'un cumul des sanctions, alors que l'arsenal répressif français pour répondre aux abus de marché est l'un des plus sévères de l'Union européenne. Pourquoi cumuler poursuites et sanctions, lorsque l'un ou l'autre des ordres répressifs punit déjà implacablement ?

Que l'on y songe un instant : toute infraction en la matière expose son auteur à des sanctions massives, de nature administrative ou pénale. La commission des sanctions de l'AMF peut ainsi infliger à toute personne une sanction susceptible de s'élever jusqu'à 100 millions d'euros et dix fois le montant de l'avantage retiré du manquement boursier, voire dépasser ces plafonds pour culminer à 15 % du chiffre d'affaires consolidé du groupe auquel appartient la personne morale<sup>4</sup>. L'armurerie pénale n'est pas en reste : qui commet, tente ou se rend complice d'un abus de marché s'expose aux mêmes montants d'amende que les sanctions pécuniaires prévues pour sanctionner les manquements administratifs. A ceci près que l'amende fulminée pour les personnes morales s'élève de base à 500 millions d'euros et que les personnes physiques s'exposent jusqu'à cinq ans d'emprisonnement, sauf si elles agissent en bande organisée (c'est-à-dire se concertent avec une autre personne) ce qui peut les expédier jusqu'à dix ans derrière les barreaux. Le législateur européen voit ses vœux

4 Eric Dezeuze et Guillaume Pellegrin : C. mon. fin. art. L 621-15, III et III bis.

Dans les autres cas, les enquêtes de l'AMF aboutissent généralement à une procédure administrative, qui conduit à une décision de la Commission des sanctions de l'AMF, souvent dans un délai plus court que la procédure pénale.

En 2025, sur les 6 dossiers ayant donné lieu à une décision du Collège de l'AMF de notifier de griefs pour abus de marché, 5 ont fait l'objet d'une lettre d'aiguillage au PNF pour laquelle le PNF a adressé une réponse à ce jour. Sur ces 5 dossiers, in fine, 4 ont été conservés par l'AMF et 1 a été transmis au PNF.

En 2024, les 2 dossiers d'enquête pour abus de marché soumis pour aiguillage au PNF ont, finalement, été conservés par l'AMF. En 2023, les 9 dossiers d'enquête pour abus de marché soumis pour aiguillage au PNF ont, in fine, été conservés par l'AMF. Ainsi, sur les 3 dernières années (2023 à 2025), près de 95% des dossiers d'abus de marché ont été conservés par l'AMF (15/16 dossiers).

comblés puisque la Directive « Abus de marché » du 16 avril 2014 n'invitait les Etats membres à réprimer les abus que de peines d'emprisonnement maximales de quatre ans.

L'AMF ne manque pas de déployer son attirail répressif, et les sanctions prononcées par la commission des sanctions sont de plus en plus massives. Quelques-unes de ses décisions en matière d'abus de marché ont marqué les esprits. Ainsi, la décision prononcée en 2019 à l'encontre d'une banque américaine d'un montant de 20 millions d'euros, ou celle ayant imposé une amende de 15 millions d'euros à une société britannique de fonds spéculatifs. L'Autorité a annoncé avoir prononcé des sanctions pécuniaires pour un montant total de plus de 60 millions d'euros en 2021 et elle a battu un nouveau record l'année suivante avec un montant cumulé de près de 100 millions d'euros, le plus important prononcé depuis sa création. Dans la même veine, un émetteur coté s'est vu infliger en 2025 une sanction pécuniaire de 25 millions d'euros pour des manquements à la qualité de son information financière.

La répression pénale ne traduit pas plus de faiblesse : ainsi, le tribunal correctionnel de Paris a puni en février 2026 un émetteur d'une amende de 40 millions d'euros, dont 20 assortis du sursis pour une diffusion de fausse information n'ayant pas caractérisé par ailleurs une manipulation du cours du titre. Le même tribunal a prononcé, en avril 2026, contre des personnes physiques condamnées pour délits d'initié en

bande organisée et blanchiment aggravé, des peines d'emprisonnement ferme ainsi que des amendes culminant jusqu'à 30 millions d'euros.

Cette sévérité interpelle, et la comparaison avec les sanctions infligées par les régulateurs boursiers d'autres pays européens n'est pas de nature à apaiser. L'European Securities and Markets Authority (ESMA) nous apprend qu'en matière de sanction des abus de marché, c'est bien l'AMF qui tient le haut du panier européen : la valeur agrégée des sanctions prononcées par les autorités de marché nationales est passée d'un peu moins de 17 millions d'euros en 2020 à près de 55 millions d'euros en 2021, cette augmentation étant en très grande partie due aux sanctions imposées en France dont le montant total représentait près de 40 millions d'euros en 2021. La France se situe donc très loin devant la Suède et ses 7 millions d'euros cumulés de sanctions pécuniaires.

L'on ne déplorera alors pas que le système d'aiguillage évite la duplication, sans nécessité aucune, de sanctions individuellement culminantes et qu'il contribue à prévenir une accumulation répressive disproportionnée.

**Marie-Anne Barbat Layani** : Il est exact que les réponses apportées au « ne bis in idem » ont varié selon les pays, sans doute en fonction de leurs traditions juridiques. La France est indéniablement allée très loin avec la procédure d'aiguillage. Cela ne nuit absolument pas à la lisibilité de notre système : notre action de lutte contre les abus de marché est très reconnue et forte, tant au niveau européen qu'au niveau international.

Selon le deuxième rapport consolidé de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) sur les sanctions et les transactions, l'AMF se distingue par les montants consolidés les plus importants prononcés au titre des sanctions et

des accords de composition administrative<sup>5</sup>.

En outre, en 2023 et 2024, selon les données publiées par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV), l'AMF a figuré parmi les autorités qui ont adressé le plus grand nombre de requêtes à leurs homologues dans le cadre des enquêtes.

Faut-il chercher à l'exporter ? Je me méfie toujours de notre tentation, assez française, de vouloir imposer nos façons de faire... En revanche, il faut se « *benchmarker* » et juger aux résultats, c'est-à-dire à l'intensité de l'action des régulateurs pour assurer l'intégrité de leurs places financières. Les chiffres de l'ESMA montrent que nous sommes en pointe. Cela traduit la vision française de la finance et de sa régulation, où l'exigence du régulateur est un facteur du développement réussi et pérenne de notre place financière. Nous pouvons être fiers de notre système, sans pour autant nous endormir sur nos lauriers : nous regardons en permanence ce qui fonctionne bien chez nos collègues pour nous en inspirer et nous améliorer.

**Pascal Prache** : La répartition de la répression des abus de marché en droit français entre, d'une part, le juge pénal et, d'autre part, l'AMF, après concertation de ces derniers pour décider qui est le plus à même de réprimer les faits reprochés et afin d'éviter une double répression, offre un cadre souple qui préserve les compétences de chaque autorité tout en répondant à un objectif d'efficacité.

S'il y a en Europe une large dualité des voies répressives en matière d'abus de marché, cette dualité ne semble pas avoir nécessité de modification des législations en vigueur dans la grande majorité des Etats membres car le respect du principe ne bis in idem était garanti, ce qui n'était pas le cas en France.

5 **Marie-Anne Barbat Layani** : [https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/pdf/77006/fr/Publication\\_du\\_rapport\\_annuel\\_2024\\_des\\_sanctions\\_et\\_transactions\\_de\\_l%27ESMA\\_l%27AMF\\_enregistre\\_les\\_montants\\_les\\_plus\\_elevés\\_en\\_Europe.pdf?1761289401#:~:text=En%202024%2C%20l'AMF%20a,constat%C3%A9%20pour%20l'Union%20europ%C3%A9enne](https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/pdf/77006/fr/Publication_du_rapport_annuel_2024_des_sanctions_et_transactions_de_l%27ESMA_l%27AMF_enregistre_les_montants_les_plus_elevés_en_Europe.pdf?1761289401#:~:text=En%202024%2C%20l'AMF%20a,constat%C3%A9%20pour%20l'Union%20europ%C3%A9enne)

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

### *L'aiguillage à l'épreuve des évolutions législatives*

Au vu des actualités législatives, notamment en ce qui concerne les investigations, que penser de ces perspectives d'évolutions vis-à-vis de la procédure de l'aiguillage ?

**Marie-Anne Barbat Layani** : L'AMF, comme le PNF font face à un phénomène préoccupant, celui de la montée en puissance des réseaux d'initiés qui mettent à mal l'intégrité des marchés financiers. J'ai fait de ce sujet une des priorités de mon mandat à la présidence de l'AMF. Nous coopérons donc plus étroitement que jamais avec le PNF pour lutter contre cette criminalité financière organisée, notamment en matière de délits d'initiés et je salue les premières décisions judiciaires dans des affaires graves.

Néanmoins, pour répondre pleinement à ces défis, il nous faut aller plus loin. Un renforcement des outils répressifs de l'AMF est indispensable pour agir plus vite, plus fort, et plus efficacement. Les travaux conduits ces dernières années ont contribué à nourrir la proposition de loi déposée en septembre 2025 par le député Daniel Labaronne visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière<sup>6</sup>. L'AMF appelle de ses vœux une adoption rapide de ce texte, qui lui permettrait d'agir plus efficacement.

6 **Marie-Anne Barbat-Layani** : Proposition de loi visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière, n° 1818, déposée le mardi 16 septembre 2025.

La coopération mise en place entre le PNF et l'AMF pourrait ainsi être encore renforcée, en permettant au PNF de saisir des enquêteurs de l'AMF dans le cadre d'enquêtes pénales portant sur les abus de marché les plus graves. En effet, le PNF n'a pas de service d'enquête judiciaire dédié. Il doit s'appuyer sur différents services qui n'ont pas l'expertise des enquêteurs de l'AMF sur le fonctionnement des marchés et des instruments financiers, et qui sont déjà très mobilisés sur d'autres types d'infractions. C'est pourquoi l'AMF a proposé ce dispositif. Cela n'allait pas de soi, chacun étant jaloux de ses moyens dans un contexte de rareté partagé par toutes les entités publiques. Mais c'est justement la relation de grande proximité et de confiance avec le PNF, bâtie grâce à la procédure d'aiguillage, qui nous a permis de franchir ce pas décisif et de proposer cette évolution au Parlement.

Celui-ci lui a d'ailleurs accordé une forte priorité, puisqu'il a été introduit par amendement à l'article 9 ter du Projet de loi relatif à la lutte contre les fraudes sociales et fiscales, en cours d'adoption définitive au Parlement. C'est une vraie reconnaissance de notre action et de nos besoins, et l'AMF est très reconnaissante à la Représentation nationale de s'en être saisie, dans un agenda législatif pourtant chargé. J'espère que nos autres propositions pourront être également débattues prochainement au Parlement.

D'autres évolutions juridiques très importantes figurent dans la proposition de loi déposée par le député Daniel Labaronne. Elle prévoit la possibilité pour l'AMF de recourir à l'identité d'emprunt et à des outils d'extraction automatisée de données publiques sur les réseaux sociaux (webscraping), pour mieux lutter contre l'explosion des arnaques financières en ligne. C'est fondamental, à l'heure où 16 % des Français estiment en avoir été victimes, et ce chiffre atteint 32 % chez les moins de 35 ans ! C'est un véritable phénomène de société contre lequel nous devons renforcer nos armes.

Autre proposition : un dispositif de clémence inspiré du mécanisme de réduction ou d'exemption de peines prévues par le code pénal, ou du programme de clémence mis en place par l'Autorité de la concurrence, ce qui serait un outil précieux pour l'AMF afin de mieux démanteler les réseaux d'initiés.

**Éric Dezeuze et Guillaume Pellegrin** : Il est de l'intérêt des autorités publiques (notamment en termes financier et d'allocation des ressources humaines) d'éviter la concurrence entre leurs organes et de bannir les redondances des enquêtes pénales ou administratives sur une même affaire et contre les mêmes personnes. Il est de même de l'intérêt des personnes soupçonnées ou de celles requises par les autorités de ne pas être confrontées à des sollicitations répétées ou des investigations dupliquées et redondantes. Conjuguer les compétences et les efforts de l'AMF et des autorités pénales relève donc d'une rationalisation souhaitable pour toutes les parties prenantes.

L'action coordonnée de l'AMF et du Parquet national financier est d'ores et déjà inscrite dans leurs pratiques lorsque des

faits identiques ou connexes donnent lieu à des investigations parallèles des deux ordres répressifs. De même, le PNF fait fréquemment appel à des agents de la direction des enquêtes de l'AMF pour assister ses magistrats ou les services de police ou de gendarmerie dans leurs investigations. Une telle coopération est mise en œuvre sur le fondement de l'article 77-1 du Code de procédure pénale (ce texte leur permet de recourir, pour toutes constatations, à des « personnes qualifiées ») et elle ne semble pas avoir donné lieu à contestation judiciaire jusqu'à présent.

Une telle coordination n'est contraire ni à la lettre ni à l'esprit de la procédure de l'aiguillage. Rappelons en effet que l'article L 465-3-6 du Code monétaire et financier n'interdit pas la conduite parallèle d'enquêtes par le PNF et par l'AMF sur des faits identiques et que la Cour de cassation n'interdit pas, sous certaines conditions, que le parquet ouvre une information judiciaire sur des abus de marché sans recourir à la procédure d'aiguillage (Crim. 1er avril 2020, n° 19-80.900 et 19-80.901).

Toutefois, la possibilité de recourir indifféremment à l'un ou l'autre des deux ordres d'enquête peut emporter des inconvénients véritables pour les personnes mises en cause si les droits conférés sont trop disparates entre la procédure administrative et la procédure pénale. Paradoxalement, alors qu'elle peut exposer au final à des sanctions relativement moins sévères, la procédure d'enquête de l'AMF est à plusieurs égards plus protectrice des droits des parties prenantes que l'enquête préliminaire (notamment dans la possibilité qu'à toute personne, y compris non soupçonnée, d'être assistée durant ses auditions, ce qui est exclu pour les auditions de témoins au pénal ; les personnes visées par une visite domiciliaire ont droit à l'assistance d'un avocat, ce qui n'est pas le cas pour les personnes faisant l'objet de perquisition pénales ; la protection des correspondances d'avocat est mieux assurée par l'AMF que dans le cadre des enquêtes et instructions pénales). Il importe donc de prévoir des mécanismes propres à éviter le contournement des droits des personnes suspectées par le recours à des investigations pénales destinées à alimenter une poursuite administrative...

**Pascal Prache** : L'actualité législative étant quelque peu incertaine, il convient d'être particulièrement prudent sur ce point !

S'il est fait référence à la proposition de loi visant à permettre la saisine directe d'enquêteurs de l'AMF par le PNF ou par des juges d'instruction, dans le cadre d'enquêtes préliminaires ou d'informations judiciaires, nous sommes évidemment favorables à cette réforme. En effet, les enquêteurs de l'AMF disposent indéniablement de l'expertise en la matière, nécessaire à la bonne conduite des enquêtes. Il semble difficile à ce stade de se prononcer sur l'impact qu'aurait cette réforme, si elle était adoptée, sur la procédure d'aiguillage. En toute hypothèse les deux cadres procéduraux subsisteront, nécessitant in fine une orientation vers la voie judiciaire ou administrative.

S'agissant de l'instauration d'une procédure de « clémence » devant la commission des sanctions de l'AMF, inspirée par celle prévue pour l'Autorité de la concurrence, elle nous paraît cohérente avec la refonte du statut du « repent » (désormais appelé « collaborateur de justice ») en matière pénale. A la manière de ce qui est prévu pour les personnes physiques en matière d'entente (L420-6-1 du code de commerce), il est nécessaire d'apprécier la coopération active de la personne visée par l'enquête à l'aune de plusieurs critères, parmi les-

quels le fait d'apporter des éléments de preuve de nature à établir l'infraction et à en identifier les autres auteurs ou complices. Parce que le dossier pourra in fine être orienté vers la voie pénale, il apparaît nécessaire que l'AMF et le PNF se concertent préalablement à toute mise en place d'un mécanisme de clémence.

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

### Perspectives

À la lumière de ces dix années, l'aiguillage doit-il être envisagé comme un dispositif stabilisé ou comme une étape transitoire vers un modèle plus intégré - voire unifié - de répression des abus de marché ?

**Eric Dezeuze, Guillaume Pellegrin** : Le mécanisme traduit un équilibre satisfaisant, y compris pour les justiciables, dès lors que les deux autorités qui y sont parties prenantes l'ont fait vivre dans une intelligence réciproque et en évitant les blocages. La coexistence de deux ordres répressifs, administratif et pénal, a prouvé son efficacité, avec un aiguillage qui écarte le fardeau des poursuites cumulées redondantes ainsi que la superposition de sanctions imprévisibles et disproportionnées (il suffit de constater l'incertitude du possible cumul des sanctions pénales et fiscales pour apprécier la radicale simplicité qu'ordonne en matière boursière le mécanisme de l'aiguillage...). Un modèle de répression des abus de marché plus intégré, voire unifié, ne pourrait tendre, comme y inclinent la Directive abus de marché (considérant 22) et le Règlement abus de marché (considérant 72), qu'à une sanction pénale de ces comportements. Une telle restriction serait regrettable, alors que la procédure de sanction de l'AMF a démontré son efficacité et sa relative célérité, dans le respect des libertés fondamentales. S'il peut appeler des améliorations ponctuelles, le système français de répression des abus de marché mérite donc de conserver son originale articulation actuelle.

**Pascal Prache** : En praticien du droit, il faut avant tout être soucieux de la stabilité de la norme – surtout quand ses potentialités n'ont pas encore été pleinement exprimées. La procédure d'aiguillage est aujourd'hui, à notre sens, un dispositif stabilisé, notamment grâce à l'excellente coopération que nous entretenons avec les services de l'AMF – et nous souhaitons remercier sa présidente, Madame BARBAT-LAYANI, d'avoir œuvré en ce sens. Il convient de souligner que depuis 2016 plus d'une centaine de demandes d'aiguillage sont in-

tervenues, dont près d'un tiers à l'initiative du PNF, et que celles-ci n'ont jamais nécessité la saisine du procureur général près la cour d'appel de Paris pour trancher un éventuel conflit positif de compétence. Cela témoigne de la bonne concertation entre l'AMF et le PNF sur l'orientation des dossiers.

Les textes actuels et en cours de discussion au Parlement sont riches de potentialités, pour l'AMF comme pour le PNF et pourraient en effet conduire à un modèle davantage intégré pour la répression des abus de marché.

**Marie-Anne Barbat Layani** : L'aiguillage est aujourd'hui un dispositif institutionnel efficace et je ne vois aucune raison de le remettre en question. Il a permis de construire une coopération très forte en vue de mieux le lutter contre les abus de marché. Il faut raisonner collectif, s'adapter en permanence et optimiser les outils et les compétences de chacun, au service de l'intérêt général. L'AMF dispose de compétences très spécialisées en matière de détection des abus de marché - grâce aux signalements que doivent nous adresser les opérateurs de marché, et à notre système de surveillance désormais renforcé par l'intelligence artificielle -, de services d'enquête ultra pointus, et d'un dispositif mondial très efficace d'échanges d'informations entre régulateurs de marché. Le PNF est devenu un acteur central en France dans la lutte contre toutes les formes de criminalité financière, pas uniquement les abus de marché. Chacun a donc son rôle à jouer, et ils sont très complémentaires. Si l'on peut encore améliorer le dispositif, c'est au niveau de la coopération opérationnelle, au stade de l'enquête, avec une coopération entre le PNF et l'AMF encore plus intégrée. C'est le sens des dispositions législatives évoquées, qui sont notre priorité.

# Quelques conséquences de la préférence française pour une répression administrative et non pénale des abus de marché

Auteur(s)



**Quentin Bertrand**

Avocat à la Cour, Counsel, Visconti Avocats

Les abus de marché (opérations d'initié, diffusion d'informations fausses ou trompeuses, manipulations de cours) présentent la caractéristique de constituer à la fois des infractions pénales et des manquements administratifs sanctionnés par la Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers.

L'aiguillage entre ces deux voies alternatives<sup>1</sup> – le cumul des poursuites étant prohibé par le principe *ne bis in idem* – fait l'objet de critères officieux décidés conjointement par le Parquet national financier et l'AMF, qui viennent compléter la tendance naturelle à favoriser la voie administrative en raison de sa relative célérité par rapport à la voie pénale<sup>2</sup>.

Les critères régulièrement cités sont relatifs à la gravité du manquement (avantage retiré supérieur à un seuil de 1 million d'euros), aux antécédents des mis en cause, à la médiation de l'affaire ou encore à la connexité éventuelle avec d'autres infractions pénales.

À ces critères évoqués par les autorités de poursuite auprès des praticiens, il est possible d'en ajouter au moins deux autres certainement plus difficiles à admettre. Le caractère international des manquements en cause peut tout d'abord justifier le recours à la voie administrative afin de bénéficier de l'efficace entraide entre autorités boursières<sup>3</sup> et éviter ainsi les longueurs – et régulièrement l'inefficacité – des commissions rogatoires internationales. La technicité de certaines investigations financières peut également conduire à recourir aux compétences spécifiques et aux moyens des enquêteurs de l'AMF, ce qui a d'ailleurs pu justifier une récente et intéressante proposition de loi qui visait, en s'inspirant de ce que le juge pénal peut d'ores et déjà faire avec des agents d'autres autorités publiques (DGCCRF et Autorité de la concurrence), à permettre au juge d'instruction de confier des actes d'enquête à l'AMF<sup>4</sup>.

Une telle proposition, si elle devait être reprise dans de prochains débats parlementaires, pourrait permettre de développer la répression pénale des abus de marché. Néanmoins, en l'état, quels que soient les critères retenus, l'aiguillage conduit à privilégier massivement la voie administrative à la voie pénale, le récent rapport consolidé de l'ESMA sur les sanctions prononcées par les Etats membres<sup>5</sup> soulignant par exemple l'existence de 31 décisions de sanction prononcées par l'AMF en 2024 pour abus de marché mais d'aucune condamnation pénale<sup>6</sup>. Il pourrait d'ailleurs s'agir d'une particularité française puisqu'en Allemagne (deuxième marché le plus important de la zone Euro), sur la même période, la BaFin n'a prononcé que 8 sanctions alors que le juge pénal allemand en a prononcé pas moins de 25<sup>7</sup>.

Cette situation conduit à s'interroger : est-elle souhaitable pour les victimes et/ou pour les personnes mises en cause ? Sans viser une quelconque exhaustivité, plusieurs observations méritent d'être formulées.

La préférence française pour la voie administrative n'est pas souhaitable pour la victime, qui pourra néanmoins introduire elle-même la voie pénale à condition de surmonter un obstacle procédural lié à la recevabilité de sa constitution de partie civile (1.). Par ailleurs, contrairement aux apparences, le délaissement de la voie pénale n'est pas nécessairement favorable à la personne mise en cause (2.), notamment en ce qui concerne l'anonymisation et l'accessibilité des décisions de sanction (3.).

Enfin, cette prévalence de la voie administrative explique peut-être pourquoi l'AMF a récemment manifesté sa volonté d'étendre son action aux complices d'abus de marché, répression en principe réservée à la voie pénale (4.).

## 1. La victime peut légitimement préférer la voie pénale mais doit surmonter un obstacle procédural lié à la recevabilité de sa constitution de partie civile.

1 Procédure introduite par la Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

2 Pour la seule réalisation des investigations une enquête AMF dure près de 3 ans alors qu'une information judiciaire représente davantage une dizaine d'années.

3 Sur le fondement des art. L. 632-1 et s. C. mon. fin., du Multilateral Memorandum of Understanding on Cooperation Arrangements and Exchange of Information établi par l'European Securities and Markets Authority (Autorité européenne des marchés financiers), du Multilateral Memorandum of Understanding concerning consultation and cooperation and the exchange of information établi par l'OICV ou encore d'accords bilatéraux.

4 Art. 4 de la proposition de loi n° 1818 du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière.

5 ESMA, Sanctions and measures imposed in Member States in 2024, 16 octobre 2025.

6 En 2023 11 sanctions administratives avaient été prononcées pour 3 sanctions pénales (cf. le rapport 2024 de l'ESMA).

7 La publication des rapports consolidés de l'ESMA permettra de confirmer sur le long terme les éventuelles particularités nationales.

Le droit à réparation de la victime est élevé au rang de droit fondamental notamment par l'article 4 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789<sup>8</sup> ou encore par l'article 6.1 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales qui garantit le droit à un procès équitable.

Les garanties du procès équitable comprennent notamment l'égalité des armes, qui implique d'offrir à chaque partie une possibilité raisonnable de présenter sa cause – y compris ses preuves – dans des conditions qui ne la placent pas dans une situation de net désavantage par rapport à son adversaire.

Parmi les critères officieux susvisés – qui pourraient évoluer, c'est leur principale qualité – les victimes semblent parfaitement ignorées alors que le traitement qui leur est réservé par chaque voie répressive diffère et pourrait justifier une décision d'aiguillage.

**La voie administrative** ne laisse aucune place à la victime qui ne peut participer à la procédure (accéder aux pièces, solliciter des actes d'investigation, produire des observations, ...) ni solliciter réparation devant la Commission des sanctions de l'AMF. Elle ne l'ignore pas pour autant puisque certaines décisions de sanction semblent rédigées de manière à faciliter la caractérisation ultérieure d'une faute civile.

En effet, si la voie administrative est privilégiée pour la poursuite d'un abus de marché, la victime doit se tourner vers le juge civil afin d'obtenir réparation sur le fondement de la responsabilité délictuelle de droit commun. Cette solution n'est a priori pas mauvaise pour la victime qui pourra bénéficier de la relative célérité de la justice civile ou consulaire, mais elle peut néanmoins constituer un obstacle sérieux pour celle qui ne dispose pas d'éléments de preuve suffisants.

La diffusion d'informations fausses ou trompeuses est l'abus de marché entraînant le plus fréquemment la réaction de victimes souhaitant obtenir réparation. Il s'agit le plus souvent d'actionnaires minoritaires de sociétés cotées qui subissent un préjudice (la perte de chance de faire un autre investissement plus profitable<sup>9</sup>) en raison des déclarations de la direction qui a pu publier des indicateurs financiers erronés, communiquer des perspectives financières mensongères, ... Dans cette hypothèse les fautes civiles peuvent parfois être aisées à établir et ne pas nécessiter l'obtention d'éléments de preuve complémentaires<sup>10</sup>.

Il est malgré tout fréquent que la victime ne dispose pas d'éléments de preuve suffisants pour établir une faute, et elle devra alors se tourner vers les mécanismes offerts par la procédure civile afin de solliciter des éléments de preuve avec l'aide

du juge, avant l'introduction du procès<sup>11</sup> ou en cours d'instance<sup>12</sup>. Ces mesures probatoires au succès incertain peuvent également présenter un coût important qui sera a priori supporté par la partie demanderesse, ce qui peut la dissuader d'introduire une action en réparation.

La victime peut également chercher à s'appuyer sur les éléments de preuve recueillis par l'AMF au cours de son enquête en sollicitant leur production sur le fondement du mécanisme ad hoc prévu par le Code monétaire et financier<sup>13</sup>. Cette production partielle et incertaine est néanmoins difficile à mettre en œuvre et se combine difficilement avec les exigences d'une action en responsabilité civile – dont par exemple le court délai de prescription applicable à l'encontre des dirigeants qui peut expirer avant la sanction de l'AMF<sup>14</sup>.

**La voie pénale**, à l'inverse, réserve une place – de plus en plus – importante à la victime qui peut non seulement solliciter réparation devant le juge pénal mais également, en cas d'ouverture d'une information judiciaire, bénéficier indirectement des larges pouvoirs d'investigation du juge d'instruction afin de réunir des éléments de preuve.

La victime peut donc légitimement préférer la voie pénale à la voie administrative et chercher à l'imposer en se constituant partie civile par voie d'action. Elle sera alors confrontée à un obstacle procédural lié à la recevabilité de sa constitution de partie civile qui est soumise à des conditions spécifiques et dérogoires au droit commun.

En effet, en déclenchant l'action publique, la constitution de partie civile caractérise l'ouverture de poursuites et proscrit donc, conformément au principe *ne bis in idem*, l'engagement ultérieur de poursuites par l'AMF au travers de l'envoi d'une notification de griefs. Pour cette raison les conditions de recevabilité d'une plainte avec constitution de partie civile pour abus de marché sont aménagées<sup>15</sup> par l'article L.465-3-6, VII du Code monétaire et financier qui conditionne la recevabilité de la plainte avec constitution de partie civile au fait que « *le Procureur de la République financier ait la possibilité d'exercer les poursuites* ».

Une telle faculté du Ministère Public implique un choix préalable pour la voie pénale à l'issue de la procédure de concertation avec l'AMF<sup>16</sup> ou d'un arbitrage du Procureur Général<sup>17</sup>, puisque dans le cas contraire – aiguillage vers la voie administrative – ce dernier « *ne peut mettre en mouvement l'ac-*

8 Cons. const., 11 juin 2010, n° 2010-2 QPC.

9 Voir à cet égard HCJP, Rapport sur l'indemnisation des investisseurs pour fausse information sur les marchés financiers, 1er octobre 2025.

10 Notamment grâce aux déclarations rectificatives de l'émetteur ou à une décision de sanction de l'AMF.

11 Art. 145 CPC.

12 Art. 142 CPC.

13 Art. L. 621-12-1 C. mon. fin. : « L'Autorité des marchés financiers peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice qui en fait la demande les procès-verbaux et les rapports d'enquête ou de contrôle qu'elle détient dont la production est utile à la solution du litige ».

14 Art. L. 225-254 C. com. qui prévoit que « l'action en responsabilité contre les administrateurs ou le directeur général, tant sociale qu'individuelle, se prescrit par trois ans, à compter du fait dommageable ou s'il a été dissimulé, de sa révélation ».

15 Par rapport au « droit commun » de l'art. 85 CPP.

16 Art. L. 465-3-6, II C. mon. fin.

17 Art. L. 465-3-6, IV C. mon. fin.

tion publique [...] lorsque l'Autorité des marchés financiers a procédé à la notification des griefs pour les mêmes faits à l'égard de la même personne »<sup>18</sup>.

Le dispositif légal semble donc induire que l'aiguillage préalable conditionne la recevabilité d'une constitution de partie civile, étant précisé que – pour le versant pénal – seul le Ministère Public est en mesure d'initier un tel aiguillage<sup>19</sup>.

Deux conséquences alternatives, qui ne semblent pas avoir été anticipées par le législateur, sont alors envisageables :

- soit la plainte avec constitution de partie civile pour des faits d'abus de marché impose au Procureur de la République financier de mettre en œuvre la procédure d'aiguillage, afin que la plainte puisse ensuite être jugée recevable (aiguillage vers la voie pénale) ou irrecevable (aiguillage vers la voie administrative).
- soit le Ministère Public n'est aucunement tenu de mettre en œuvre la procédure d'aiguillage, et sa propre inertie pourrait alors lui permettre d'écarter indéfiniment la recevabilité de la constitution de partie civile en soutenant qu'il ne dispose pas de « la possibilité d'exercer les poursuites ».

La première alternative est bien évidemment à privilégier, ce qui ressort tout d'abord indirectement des textes qui prévoient que « avant toute mise en mouvement de l'action publique [...] le procureur de la République financier informe de son intention l'autorité des marchés financiers »<sup>20</sup>, et donc exigent une telle information avant le prononcé de la recevabilité de la plainte avec constitution de partie civile qui met en mouvement l'action publique ; ou encore parce que les textes mentionnent une « réponse du procureur de la République financier à l'expiration du délai de trois mois »<sup>21</sup> à compter de la plainte simple et ne semblent donc pas envisager une absence de réponse.

Surtout, la deuxième alternative attribuant au Ministère Public la faculté de décider en pratique de la recevabilité d'une plainte avec constitution de partie civile conduirait à nier l'objet de ce dispositif. Avant d'être légal, la constitution de partie civile avait connu une consécration jurisprudentielle par l'arrêt *Laurent-Atthalin*<sup>22</sup>, arrêt « le plus décisif de l'histoire de notre procédure pénale »<sup>23</sup>. Ce mécanisme constitue en effet une exception notable au principe de l'opportunité des poursuites<sup>24</sup> puisqu'il octroie à la victime une faculté concurrente au Ministère Public pour déclencher l'action

publique. Cette exception est notamment justifiée par la nécessité de « suppléer à la carence du ministère public caractérisée par un refus de poursuivre, spontané ou commandé »<sup>25</sup>, et de garantir la pleine – et fondamentale – indépendance du magistrat instructeur qui ne doit pas s'incliner devant des réquisitions aux fins de non-informer.

Par conséquent il apparaît inenvisageable que le Ministère Public puisse repousser la recevabilité d'une plainte avec constitution de partie civile en refusant d'initier la procédure d'aiguillage, et il appartiendra donc à la victime de faire preuve d'habileté afin de surmonter cet obstacle procédural. Une réforme du mécanisme d'aiguillage serait néanmoins souhaitable afin de clarifier cette solution et d'encadrer ses effets sur la poursuite des investigations menées par les enquêteurs de l'AMF.

## 2. Le délaissement de la voie pénale n'est pas nécessairement favorable à la personne mise en cause

Si la voie pénale ne semble à première vue pas souhaitable pour les personnes mises en cause pour des abus de marché, cette appréciation mérite d'être nuancée au travers de quelques exemples.

Sur le plan des peines tout d'abord, la peine d'emprisonnement constitue la principale distinction entre les voies administrative et pénale. Si cette peine constitue bien évidemment une menace importante qui n'existe pas devant l'AMF, elle est en principe assortie d'un sursis sauf « en dernier recours si la gravité de l'infraction et la personnalité de son auteur rendent cette peine indispensable et si toute autre sanction est manifestement inadéquate »<sup>26</sup>, et également aménagable.

La menace financière, qui représente souvent le principal enjeu en cas d'abus de marché, n'est quant à elle pas atténuée devant l'AMF puisque le montant des sanctions pécuniaires prononcées par elle a au contraire connu une remarquable inflation au cours des dernières années. Le rapport susvisé de l'ESMA<sup>27</sup> souligne à cet égard que l'AMF a prononcé en 2024 près de la moitié du montant total des sanctions pécuniaires prononcées pour des abus de marché au niveau européen<sup>28</sup>. C'est d'ailleurs la sévérité des sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF qui justifie leur qualification en sanctions « de nature pénale ».

Ensuite, concernant le respect des droits de la défense, la voie pénale est sans aucun doute préférable à la procédure administrative qui évolue progressivement – mais lentement – en s'inspirant de la procédure pénale afin d'octroyer davantage de droits aux personnes mises en cause. Les exemples sont

18 Art. L. 465-3-6, I C. mon. fin.

19 Art. L. 465-3-6, II C. mon. fin.

20 Art. L. 465-3-6, II C. mon. fin.

21 Art. L. 465-3-6, VII C. mon. fin.

22 Cass. crim., 8 déc. 1906, D. 1907.I.207.

23 X. Pin, « Le centenaire de l'arrêt Laurent-Atthalin », Recueil Dalloz, 2007, p. 1025, citant les professeurs P. Conte et P. Maistre du Chambon.

24 Art. 40 CPP.

25 J. Brouchet (Premier président honoraire de la Cour de cassation), L'arrêt Laurent-Atthalin sa genèse et ses conséquences, Mélanges M. Patin, 1966, p. 143 et s.

26 Art. 132-19, al. 2 C. pén.

27 ESMA, Sanctions and measures imposed in Member States in 2024, 16 octobre 2025.

28 20,7 millions d'euros sur un total de 45,5 millions d'euros.

nombreux.

À titre illustratif, la sélection par les enquêteurs de l'AMF des pièces jointes au dossier qui est ensuite transmis à la Commission des sanctions et débattu contradictoirement, si elle doit certes être « *loyale de façon à ne pas compromettre irrémédiablement les droits de la défense* »<sup>29</sup>, est difficilement acceptée par les personnes mises en cause qui considèrent régulièrement que des éléments à décharge ont été écartés.

À l'inverse de l'information judiciaire où la personne mise en cause peut jouer un rôle actif en sollicitant la réalisation d'actes d'investigation, cette faculté est en pratique limitée en cas de poursuites initiées par l'AMF. Le rapporteur désigné par le Président de la Commission des sanctions peut certes, en théorie, procéder « *à toutes diligences utiles* »<sup>30</sup>, mais en pratique son action se limite le plus souvent à l'audition des personnes poursuivies. La personne poursuivie ne peut d'ailleurs pas contester les décisions du rapporteur de la Commission des sanctions, à l'inverse de la procédure pénale où le juge d'instruction est soumis au contrôle de la chambre de l'instruction et de la Chambre criminelle de la Cour de cassation.

Ces quelques éléments – non exhaustifs – laissent penser que l'aiguillage vers la voie pénale n'est pas nécessairement défavorable à la personne poursuivie.

### 3. L'anonymisation et l'accessibilité réduite des décisions pénales induit une sévérité accrue de la voie administrative

L'anonymisation des décisions constitue un enjeu majeur pour les personnes condamnées<sup>31</sup> et, de prime abord, la voie administrative semble plus favorable aux personnes condamnées qui souhaiteraient éviter les graves conséquences de la publication d'une décision de sanction nominative (réputation, clôture des comptes bancaires, difficultés pour trouver un emploi, ...).

En effet, alors que l'anonymisation est inenvisageable en matière pénale pour la personne condamnée, le régulateur boursier peut décider d'une telle anonymisation dès la publication de la sanction si elle est « *susceptible de causer à la personne en cause un préjudice grave et disproportionné, notamment, dans le cas d'une sanction infligée à une personne physique, lorsque la publication inclut des données à caractère personnel* » ou si elle « *serait de nature à perturber gravement la stabilité du système financier, de même que le déroulement*

*d'une enquête ou d'un contrôle en cours* »<sup>32</sup>.

Néanmoins cette faculté n'est – presque – jamais mise en œuvre pour les personnes sanctionnées pour des abus de marché<sup>33</sup>, et même parfois exclue pour celles mises hors de cause. En pratique seules les données à caractère personnel (adresse et patrimoine des mis en cause, ...) sont expurgées de la décision publiée, la personne sanctionnée devant attendre l'expiration du délai légal de cinq ans<sup>34</sup> avant que la décision ne soit automatiquement anonymisée<sup>35</sup>. Les personnes sanctionnées par l'AMF subissent donc de manière quasi systématique ce que la CNIL avait eu l'occasion de qualifier de « *peine d'affichage numérique* »<sup>36</sup>, d'autant plus que l'impact est renforcé par la pratique du régulateur qui accompagne la publication d'une décision de sanction d'un communiqué de presse et de publications sur les réseaux sociaux.

L'absence d'anonymisation, qui découle du dispositif légal qui prévoit la publication par principe et envisage l'anonymisation seulement à titre d'exception avec un critère élevé (« *préjudice grave et disproportionné* »<sup>37</sup>), résulte également de la jurisprudence qui semble y attacher une importance particulière.

La Commission des sanctions s'y oppose par exemple en considérant que « *le législateur a entendu mettre en lumière les exigences d'intérêt général relatives à la loyauté du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants [...], et prendre en compte l'intérêt qui s'attache, pour la sécurité juridique de l'ensemble des opérateurs, à ce que ceux-ci puissent, en ayant accès aux décisions rendues, mieux appréhender le contenu des règles qu'ils doivent observer* »<sup>38</sup>. Sans que l'on comprenne en quoi ces objectifs seraient compromis par une anonymisation, le régulateur considère manifestement que la nature particulière du contentieux dont il a la charge justifierait la désignation publique des personnes sanctionnées.

La Chambre commerciale a pu considérer que « *la publication forcée de la décision de la commission des sanctions procède du principe fondamental de la publicité des décisions à forme et contenu juridictionnels* »<sup>39</sup> et par conséquent que le préjudice de réputation qui en résulte relèverait des

29 Cass. com., 1er mars 2021, n° 09-71.252.

30 Art. R. 621-39 C. mon. fin.

31 La portée d'une éventuelle anonymisation peut être limitée par les articles de presse, nombreux pour les procédures d'abus de marché, qui visent parfois nommément les personnes poursuivies puis condamnées puisque les séances de la Commission des sanctions et les audiences pénales sont par principe publiques. Néanmoins l'impact réputationnel d'un article de presse est limité par rapport à une décision complète et nominative détaillant les manquements commis et leurs circonstances.

32 Art. L. 621-15, V C. mon. fin.

33 Depuis son rapport annuel 2013 l'AMF ne mentionne même plus la proportion de décisions de sanction préservant l'anonymat des personnes sanctionnées.

34 Art. L. 621-15, V C. mon. fin. : « Le maintien des données à caractère personnel figurant dans la décision publiée sur le site internet de l'Autorité des marchés financiers ne peut excéder cinq ans ».

35 Le rapport du groupe de travail présidé par Claude Nocquet en 2013 proposait de subordonner l'anonymisation à l'issue de ce délai « à des conditions très strictes » (exécution de la sanction, absence de nouvelle sanction, ...) ; AMF, Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel, octobre 2013.

36 CNIL, délibération n°01-057 du 29 novembre 2001.

37 Plus élevé d'ailleurs que ce qui est envisagé par le considérant 73 du règlement MAR : « Si une telle publication cause un préjudice disproportionné aux personnes concernées ou met en péril la stabilité des marchés financiers ou une enquête en cours, l'autorité compétente devrait publier les sanctions administratives et les autres mesures administratives de manière anonyme, conformément au droit national, ou en différer la publication ».

38 AMF, sanct., 31 janv. 2024, SAN-2024-03

39 Cass. com., 13 nov. 2013, n° 12-21.572.

effets normaux inhérents à toute publication d'une décision de sanction<sup>40</sup>. Plus encore, l'absence d'anonymisation constituerait une sanction indépendante et pleinement assumée, ce qui ressort d'une motivation régulièrement reprise : « les sanctions visent, comme en matière pénale, par leur montant élevé et la publicité qui leur est donnée, à punir les auteurs de faits contraires aux normes »<sup>41</sup>.

Saisi d'une demande de sursis à exécution d'une publication non-anonyme, le Premier président de la Cour d'appel a également pu considérer que l'effet de cette publicité serait atténué par le fait que la publication « est assortie [...] de la précision qu'un recours devant la cour d'appel a été formé »<sup>42</sup>, le législateur imposant en effet à l'AMF de présenter sur son site internet un suivi des recours<sup>43</sup>. On peut néanmoins douter de la portée pratique d'une telle précision pour protéger la réputation de la personne sanctionnée, « il n'y a pas de fumée sans feu ».<sup>44</sup>

Lors du colloque de la Commission des sanctions de l'AMF consacré à ces questions il y a plus de quinze ans, Monsieur Thierry Fossier, conseiller à la Cour de cassation et ancien président de la chambre économique et financière à la Cour d'appel de Paris, avait expliqué ce qui justifiait à l'époque l'absence d'anonymisation des sanctions administratives :

*« Il existe un motif à l'arrière de cela : au pénal, de toute façon, il ne serait pas question d'interdire non seulement la publicité – cela va de soi – mais même d'imposer une quelconque anonymisation. Aucune décision pénale n'est anonyme. Par conséquent, il ne faudrait pas favoriser le circuit pénal, il ne faudrait pas que l'AMF elle-même, peut-être les victimes, optent pour le pénal parce qu'« au moins là tout est dit », tandis que du côté de l'AMF il y aurait des « cachotteries ». Il faut réfléchir à ce risque de déviation. C'est quand même important. Je crois que personne n'a intérêt à ce que le circuit pénal joue sa carte, en tout cas à l'excès »<sup>45</sup>.*

L'absence d'anonymisation des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF était donc justifiée par la nécessité de conserver une cohérence avec les décisions pénales qui n'en bénéficient pas, afin d'éviter d'en faire un critère d'aiguillage. Cette justification mérite d'être réexaminée au regard du droit positif.

Si l'anonymisation des décisions pénales n'est pas envisa-

geable, l'impact pour les personnes condamnées est en pratique atténué du fait de l'accessibilité limitée aux décisions rendues. En effet, à l'exception des cas dans lesquels la peine complémentaire d'« *affichage de la décision prononcée ou diffusion de celle-ci* »<sup>46</sup> – qui constitue « *une version douce du pilori* »<sup>47</sup> – est prononcée, et à l'inverse des sanctions administratives aisément accessibles sur le site de l'AMF, les décisions pénales sont difficiles à obtenir.

Une copie de la décision peut en effet être sollicitée auprès du greffe « *sous réserve des demandes abusives* »<sup>48</sup>, et en cas de délivrance « *les éléments permettant d'identifier les personnes physiques mentionnées dans la décision, lorsqu'elles sont parties ou tiers, sont occultés si leur divulgation est de nature à porter atteinte à la sécurité ou au respect de la vie privée de ces personnes ou de leur entourage* ». Cette demande encadrée aboutit donc à une accessibilité limitée et ne constitue pas une réelle menace pour la réputation des personnes condamnées.

C'est plutôt la large diffusion des décisions en lien avec l'ouverture des données publiques<sup>49</sup> (open data), qui a marqué un « *changement de paradigme* », d'une logique de communication à une « *dynamique de publication proactive et massive* »<sup>50</sup>, qui aurait pu constituer une menace sérieuse pour la réputation des personnes condamnées.

Néanmoins, cette « *mise à disposition du public* » des décisions « *sous forme électronique* »<sup>51</sup>, qui devrait prochainement concerner les décisions pénales<sup>52</sup>, a conduit de façon paradoxale à une anonymisation systématique, principalement pour des raisons de protection de la vie privée : « *Les nom et prénoms des personnes physiques mentionnées dans la décision, lorsqu'elles sont parties ou tiers, sont occultés préalablement à la mise à la disposition du public* »<sup>53</sup>.

Sur le plan réputationnel, à l'inverse de ce que l'on aurait pu pressentir, la voie pénale peut donc apparaître plus favorable aux personnes condamnées puisque seules les décisions de sanction rendues par l'AMF<sup>54</sup> sont aisément accessibles et non anonymisées.

40 Le juge administratif retient une conception similaire lorsqu'il est compétent. À titre illustratif une publication entraînant la perte de plusieurs mandats sociaux n'a pas été considérée comme disproportionnée (CE, 7 oct. 2020, n° 429093).

41 Formulation retenue par le juge judiciaire depuis l'affaire KPMG, CA Paris, 7 mars 2000, n° 1999/15862.

42 CA Paris, 10 juill. 2024, n° 24/05189.

43 Art. L. 621-15, V C. mon. fin. : « Lorsqu'une décision de sanction prise par la commission des sanctions fait l'objet d'un recours, l'Autorité des marchés financiers publie immédiatement sur son site internet cette information ainsi que toute information ultérieure sur le résultat de ce recours. Toute décision qui annule une décision précédente imposant une sanction ou une mesure est publiée ».

44 À l'instar des personnes condamnées pénalement mais bénéficiant toujours de la présomption d'innocence en raison du caractère non définitif de leur sanction.

45 AMF, quatrième colloque de la Commission des sanctions du 5 octobre 2011.

46 Art. 131-10 et 131-35 C. pén.

47 F. Desportes et F. Le Guéhec, Droit pénal général, 15e éd., 2008, Economica, n° 847.

48 Art. L. 111-14 C. org. jud.

49 Loi n° 2016-1321 du 7 oct. 2016 pour une république numérique.

50 Ministère de la justice, groupe de travail présidé par M. Daniel Ludet, Rapport sur l'évolution de l'open data des décisions de justice, juillet 2025.

51 Art. L. 111-13 C. org. jud.

52 Les condamnations délictuelles en première instance devrait être publiées à compter du 31 décembre 2027 et en appel à compter du 31 décembre 2028 (article 3 de l'arrêté du 29 août 2025 modifiant l'arrêté du 28 avril 2021 pris en application de l'article 9 du décret n° 2020-797 du 29 juin 2020 relatif à la mise à la disposition du public des décisions des juridictions judiciaires et administratives).

53 Art. L. 111-13 C. org. jud.

54 Et pas celles rendues dans le cadre des recours à l'encontre des décisions de l'AMF, qui seront anonymisées.

Une récente enquête menée par le cabinet *FTI Consulting*<sup>55</sup> relève que les sanctions AMF font l'objet d'une médiatisation quasi-systématique (99 %) avec en moyenne 26 articles de presse, principalement dans les médias économiques et financiers, et souligne que « *les communiqués de presse [de l'AMF] sont la source quasi-unique des médias* ». A l'inverse, pour les procédures menées par le Parquet national financier<sup>56</sup>, le cabinet relève que la probabilité de médiatisation est bien plus réduite (seulement 22 %) mais les retombées médiatiques sont alors plus importantes (94 en moyenne) et principalement dans la presse grand public.

Il semble difficile de justifier cette sévérité accrue pour les personnes sanctionnées par l'AMF plutôt que par le juge pénal, d'autant plus que l'aiguillage vers cette seconde voie est censé concerner les manquements les plus graves. En tout état de cause les raisons avancées il y a près de quinze ans pour justifier l'absence d'anonymisation des décisions de l'AMF ne sont plus d'actualité et la situation s'est même inversée. Les récentes réflexions liées à la protection de la vie privée dans le cadre de l'open data devraient donc inspirer une évolution du régime d'anonymisation des décisions de sanction de l'AMF.

Le législateur pourrait intervenir afin de renverser le principe en prévoyant une anonymisation sauf circonstances particulières et *a minima* imposer une publication anonyme dans l'attente de la purge des voies de recours<sup>57</sup>, étant précisé que la faculté de solliciter a posteriori un sursis à exécution de la décision de non-anonymisation<sup>58</sup> a par principe une efficacité limitée.

La jurisprudence de la Commission des sanctions et des juridictions de recours pourrait également évoluer afin de se montrer plus sensible aux demandes d'anonymisation souvent formulées par les personnes mises en cause, en considération notamment de l'appréciation nouvelle des impératifs liés à la protection de la vie privée.

#### 4. L'AMF étend son action aux complices d'abus de marché, répression en principe réservée à la voie pénale

Alors que le complice d'un abus de marché est visé par l'incrimination pénale de droit commun<sup>59</sup>, le fondement textuel de la répression administrative ne contient pas une telle précision.

La notion de manipulation de marché par exemple, définie par l'article 12 du règlement européen sur les abus de marché<sup>60</sup> (« MAR ») et interdite par l'article 15, vise de nombreux comportements qui semblent néanmoins tous relever de l'exécution du schéma manipulateur : « *effectuer une transaction, passer un ordre* » ; « *adopter tout autre comportement qui (i) donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours [...]* ; ou (ii) fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours » ; ou encore « *diffuser des informations* ». L'instigateur d'une telle manipulation ou celui qui se contente d'en faciliter la préparation ou la consommation semble donc exclu de la définition, et par conséquent insusceptible d'une répression sur ce seul fondement.

Le règlement européen n'est pas pour autant silencieux sur la complicité puisqu'il indique au considérant 39 : « *les interdictions d'abus de marché devraient également couvrir les personnes qui collaborent à un abus de marché. Pourraient figurer parmi ces personnes, à titre d'exemples non limitatifs, les courtiers élaborant et conseillant une stratégie de trading visant à commettre un abus de marché, les personnes encourageant une autre personne disposant d'informations privilégiées à les divulguer illicitement, ou encore les personnes développant des logiciels en collaboration avec un trader afin de faciliter un abus de marché* ».

L'usage du conditionnel et surtout la nature juridique d'un considérant qui ne dispose d'aucune valeur normative – accordée au seul dispositif de l'acte – ne devrait néanmoins laisser aucun doute sur la portée de cette précision qui constitue seulement une invitation des législateurs nationaux à prévoir des dispositions spécifiques dans leurs droits internes afin de permettre la sanction de la complicité.

Cette conclusion apparaît d'autant plus évidente que la nature pénale des sanctions prononcées par l'AMF sur le fondement du règlement MAR impose une interprétation stricte des dispositions répressives, en application du principe de légalité des délits et des peines. Un complice d'abus de marché n'est pas visé par l'incrimination qui vise l'auteur, ce qui explique l'existence de deux infractions distinctes et complémentaires en droit pénal.

Le législateur français n'a en l'état pas fait le choix de prévoir une répression administrative de la complicité d'abus de marché, l'article L.621-15 du Code monétaire et financier étant silencieux sur ce point<sup>61</sup>. Cette absence est d'ailleurs relevée par la doctrine de référence :

« *le Code monétaire et financier ne prévoit pas, toutefois, le pouvoir de l'Autorité des marchés financiers de sanctionner le complice d'un abus de marché. Seul le juge pénal, en application de l'article 12 1-7 du Code pénal, texte de droit pénal général, pourra sanctionner le complice d'un délit d'initié ou*

55 FTI Consulting, Enquêtes administratives et judiciaires vs. réputation des entreprises, février 2026 ; relevé par B. de Roulhac, L'Agefi, La médiatisation d'une sanction peut constituer une double peine, 30 mars 2026.

56 Qui ne comprennent pas exclusivement des abus de marché.

57 Ce qui semble être le cas en Belgique (cf. intervention du Professeur Pierre-Henri Conac lors du 4ème colloque de la Commission des sanctions de l'AMF du 5 octobre 2011)

58 Art. L. 621-30 C. mon. fin. : « la juridiction saisie peut ordonner qu'il soit sursis à l'exécution de la décision contestée si celle-ci est susceptible d'entraîner des conséquences manifestement excessives ».

59 Art. 121-7 C. pén. : « Est complice d'un crime ou d'un délit la personne qui sciemment, par aide ou assistance, en a facilité la préparation ou la consommation. Est également complice la personne qui par don, promesse, menace, ordre, abus d'autorité ou de pouvoir aura provoqué à une infraction ou donné des instructions pour la commettre ».

60 Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché.

61 Ce texte vise « toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, 1° s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou à une manipulation de marché ».

de manipulation de marché »<sup>62</sup>.

Une interprétation plus « souple » des textes répressifs pourrait néanmoins permettre au gendarme boursier de sanctionner les complices d'abus de marché, comme le relève un autre auteur : « à partir du considérant 39 du règlement MAR, la commission des sanctions conclut que les personnes qui y collaborent peuvent également être considérées comme étant en violation d'obligations au titre de ce même règlement, sachant que le manquement administratif ne distingue pas l'auteur et le complice comme le fait le droit pénal. En somme, quel que soit le rôle de la personne dans une manipulation de marché, elle peut se voir imputer le manquement dès lors qu'elle y a pris part, qu'elle ait été à l'origine de sa conception, de sa mise en œuvre ou en ayant simplement collaboré à sa réalisation ou à son exécution »<sup>63</sup>.

La Commission des sanctions de l'AMF semble en effet avoir récemment fait le choix d'étendre considérablement le champ de sa répression à l'encontre de complices d'abus de marché (désignés par l'autorité comme les personnes « collaborant » à un abus de marché) n'ayant pas nécessairement participé à l'exécution du schéma manipulateur, grâce à l'« éclairage » du considérant 39 du règlement MAR.

Elle a ainsi condamné un dirigeant qui n'avait pas passé lui-même les ordres manipulateurs mais avait concouru à la réalisation du manquement<sup>64</sup>.

De façon encore plus claire, la Commission des sanctions a ensuite indiqué que « les textes applicables concernent toute personne physique ou morale qui effectue ou tente d'effectuer une manipulation de cours, ce qui inclut non seulement l'initiateur de la manipulation, mais également, selon l'éclairage

du considérant 39 du Règlement MAR cité ci-dessus, les personnes qui y collaborent. [...] Par suite Mme [...] doit être regardée comme ayant collaboré à la réalisation d'une manipulation de cours [...] Le manquement est également caractérisé à son égard »<sup>65</sup> ; ou encore qu'« il ressort des dispositions de l'article 15 du règlement MAR interprétées à la lumière du considérant 39 du même règlement [...] que l'interdiction d'effectuer des manipulations de marché concerne toute personne physique ou morale qui effectue ou tente d'effectuer une manipulation de cours, ce qui comprend toute personne qui a apporté un concours actif et en connaissance de cause au manquement, sans que cette interdiction amène, comme le soutiennent les personnes mises en cause, à étendre le champ d'application du manquement de manipulation de cours ou à conférer au considérant 39 du règlement MAR une valeur juridique contraignante »<sup>66</sup>.

Encore plus récemment, le régulateur boursier a de nouveau condamné deux personnes pour collaboration à une manipulation de cours au visa du considérant 39 du règlement MAR<sup>67</sup>.

La multiplication des sanctions administratives à l'encontre de personnes ayant collaboré à un abus de marché devrait donner l'occasion au juge judiciaire – et éventuellement au juge européen – d'apprécier la légalité d'une telle application du règlement MAR. Il est pour le moins critiquable que le régulateur boursier puisse au travers de sa propre jurisprudence étendre aussi radicalement le champ de sa répression. Si cette solution devait être maintenue, elle ferait perdre à la voie pénale sa spécificité pour la sanction de la complicité et confirmerait donc la possibilité d'aiguiller presque systématiquement vers la voie administrative. ■

62 F. Drummond, *Droit financier*, Economica, 2020, n° 1091.

63 F. Barrière, « La manipulation de marché, son instigateur et ses collaborateurs », *BJB*, n° 3, p. 15.

64 AMF, sanct., 8 oct. 2015, SAN-2015-17, recours rejeté par CA Paris, 8 déc. 2016, n° 15/23987.

65 AMF, sanct., 24 janv. 2024, SAN-2024-02, § 176 et 201 (l'auteur est intervenu dans le cadre de cette procédure).

66 AMF, sanct., 11 déc. 2024, SAN-2024-11 (recours pendant devant la CA de Paris).

67 AMF, sanct., 3 févr. 2025, SAN-2025-02 (recours pendant devant la CA de Paris, l'auteur intervient dans le cadre de cette procédure).

# L'extension du statut de repentant aux abus de marché

Auteur(s)



Nicolas Ida

Agrégé des facultés de droit, Professeur à l'Université de Haute-Alsace, Membre du CERDACC

La loi du 13 juin 2025 permet à l'auteur d'un abus de marché ou d'une tentative d'abus de marché d'obtenir, sous certaines conditions, une exemption ou une réduction de peine s'il en avertit l'autorité administrative ou judiciaire. L'application de ce dispositif est néanmoins subordonnée à l'engagement de poursuites pénales, ce qui pose la question de son articulation avec les procédures administratives de sanction de l'Autorité des marchés financiers.

1. Bien que son titre ne l'annonçait guère, la loi n° 2025-532 du 13 juin 2025 « visant à sortir la France du piège du narcotrafic » a modifié le Code monétaire et financier pour y introduire un nouvel article L. 465-3-7 étendant aux abus de marché le régime des « collaborateurs de justice »<sup>1</sup>. Cette expression pudique remplace le terme plus connu de « repentant », ignoré par la loi mais très largement employé par la doctrine et les praticiens, ce qui nous conduira à nous y tenir dans les lignes qui suivent. En substance, le dispositif vise à inciter les auteurs ou complices d'un abus de marché ou d'une tentative d'abus de marché à dénoncer les faits auprès de l'autorité administrative ou judiciaire en contrepartie d'une réduction de la peine pénale, voire d'une exemption.

2. L'institution d'un tel mécanisme de délation peut susciter certaines réserves au regard de la moralité douteuse de l'auteur de la dénonciation. On sait cependant que les abus de marché sont considérés comme des comportements particulièrement nocifs au bon fonctionnement des marchés financiers, ce qui suppose une réponse pénale dans les cas les plus graves<sup>2</sup>. Prenant au sérieux cet objectif, le législateur français renforce progressivement l'arsenal de la justice pénale pour répondre aux abus de marché : hier, le législateur faisait entrer ces délits dans le giron de la délinquance en bande organisée<sup>3</sup> ; désormais, les auteurs d'abus de marché sont éligibles au statut peu enviable de repentant ; demain, les enquêteurs de l'AMF pourraient être saisis afin d'apporter leur concours aux enquêtes pénales portant sur des comportements d'initiés ou des manipulations de marché<sup>4</sup>. L'extension du statut des repentants aux abus de marché n'est que la dernière illustration d'un mouvement plus large, matérialisé par des décisions de

justice récentes<sup>5</sup>, qui ont frappé par leur sévérité peu habituelle en ce domaine<sup>6</sup>.

3. Dans ce contexte, il reste à savoir si les dispositions de l'article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier permettront d'apporter une contribution significative à la lutte contre les abus de marché. En l'état actuel, il est permis d'en douter, s'agissant d'un dispositif limité au volet pénal de la lutte contre les abus de marché. Chacun sait en effet que le dispositif de lutte contre les abus de marché s'appuie sur deux jambes : si les abus de marché les plus graves peuvent donner lieu à des poursuites pénales à l'initiative du procureur de la République financier, la plupart des dossiers d'abus de marché sont traités par l'AMF dans le cadre de procédures administratives de sanction. Le dispositif institué par la loi du 13 juin 2025 sera alors inapplicable. La consécration d'un mécanisme de clémence devant l'AMF, envisagé dans le cadre de la récente proposition de loi du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière, permettrait de donner une cohérence d'ensemble au dispositif de dénonciation institué en matière d'abus de marché. C'est sous ce regard que seront analysés les conditions d'octroi du statut de repentant (I) et les effets de ce statut pour le prévenu (II).

## I - L'octroi du statut de repentant

4. Les dispositions analysées sont insérées au sein du Code monétaire et financier dans une section relative aux « *atteintes à la transparence des marchés* »<sup>7</sup>, qui concerne uniquement le volet pénal de la lutte contre les abus de marché (A). Le nouvel article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier n'est donc pas applicable aux procédures administratives de sanction de l'AMF, ce qui apparaît regrettable dans la mesure où un dispositif de dénonciation analogue serait utile au régulateur financier, en particulier pour renforcer la lutte contre les abus de marché commis en réseau (B).

## A - Application aux délits d'abus de marché

1 L. n° 2025-532 du 13 juin 2025 visant à sortir la France du piège du narcotrafic, art. 31.

2 Dir. Parl. et Cons. n° 2014/57/UE du 16 avr. 2014 sur les abus de marché, considérant 6.

3 C. mon. fin., art. L 465-3-1, II, issu de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

4 Proposition de loi n° 1818, 16 sept. 2025, visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité juridique, art. 4.

5 Sur cela, V. not. J. Prorok, « Abus de marché : un sursaut du pénal ? », BJB mai 2025, n° BJB2025g1.

6 T. corr. Paris, 32ème ch., 25 mai 2023 : BJB juill. 2023, n° BJB201h9, note D. Schmidt – CA Paris, 2-14, 26 juin 2024, n° 23/05115 : BJB janv. 2025, n° BJB202b6, note D. Schmidt ; Dr. sociétés 2024, comm. 147, note J. Granotier ; Rev. sociétés 2025, 71, note J. Prorok ; Cass. crim., 29 oct. 2025, n° 24-84.088, F-D : Rev. sociétés 2026, 61, note J. Prorok – T. corr. Paris, 32ème ch., 13 déc. 2023, inédit. Dans les deux affaires, la condamnation des auteurs de manipulations de cours à des peines d'emprisonnement ferme s'expliquait par le particularisme de la situation des prévenus, qui étaient en situation de récidive.

7 C. mon. fin., art. L 465-1 et s.

**5. La tentative d'abus de marché.** L'alinéa 1er de l'article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier énonce que « *Lorsque l'action publique est mise en mouvement par le procureur de la République financier dans les conditions prévues au III de l'article L. 465-3-6, l'article 132-78 du Code pénal est applicable aux délits mentionnés à la présente section* ». Il en résulte, selon les dispositions de l'article 132-78 alinéa 1er du Code pénal, qu'en cas d'« aigüillage » d'un dossier d'abus de marché vers la voie pénale, la personne ayant tenté de commettre le délit est exempte de peine si, ayant averti l'autorité administrative ou judiciaire, elle a permis d'en éviter la réalisation. La tentative est en effet condamnable pour tous les abus de marché, qu'il s'agisse des comportements d'initiés<sup>8</sup>, du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses<sup>9</sup> ou du délit de manipulation de cours<sup>10</sup>. Cependant, on ne constate guère de poursuites engagées du chef d'une tentative d'abus de marché, les situations concernées étant marginales<sup>11</sup>, pour ne pas dire hypothétiques<sup>12</sup>. La portée pratique du premier alinéa du nouvel article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier doit donc être relativisée.

**6. La commission d'un abus de marché ou d'une infraction connexe.** L'article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier poursuit en indiquant, dans son alinéa 2, que la peine encourue en cas de commission d'un abus de marché est réduite si la déclaration a permis de faire cesser l'abus de marché, d'éviter qu'il ne produise un dommage ou d'identifier les autres auteurs ou complices. Cette disposition pourrait s'avérer utile pour mettre au jour les abus de marché commis par une pluralité d'auteurs et de complices, en particulier à l'heure où se multiplient les réseaux d'initiés<sup>13</sup> : l'affaire *Airgas*, en constitue l'illustration topique<sup>14</sup> : dans un jugement du 13 avril 2026, le tribunal correctionnel de Paris vient ainsi de condamner deux personnes physiques pour délits d'initiés, et une troisième personne pour complicité de délits d'initiés<sup>15</sup>. Par ailleurs, la complexité croissante des schémas et montages mis en place par les auteurs d'abus de marché implique parfois la présence de complices<sup>16</sup>, qui seront eux aussi éligibles au dis-

positif prévu par le nouvel article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier. La réduction de peine prévue à l'alinéa 2 de l'article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier vaut également pour la dénonciation d'une « *infraction connexe de même nature* », selon l'alinéa 3 du même texte : on songe par exemple à des poursuites engagées du chef du blanchiment d'un délit d'initié. Pour que ces règles s'appliquent, encore faut-il que les poursuites soient engagées par le ministère public, le régime des repentis n'étant pas applicable dans le cadre des procédures de sanction de l'AMF.

## B - Inapplication aux manquements d'abus de marché

**7. La mise en œuvre du statut des repentis est dépendante du résultat de la procédure d'aigüillage.** Il n'est pas rare que la commission des sanctions de l'AMF ait à connaître d'abus de marché commis en réseau, que ce soit en matière de comportements d'initiés<sup>17</sup>, comme l'a encore récemment illustré l'affaire *Terreis*<sup>18</sup>, ou en matière de manipulation de marché<sup>19</sup>. Pourtant, les dispositions de l'article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier concernent le seul volet pénal de la lutte contre les abus de marché et ne s'appliquent pas, par conséquent, dans les procédures administratives de l'AMF. On peut dès lors se demander quel intérêt aurait l'auteur d'un abus de marché de s'auto-dénoncer auprès de l'AMF ou de l'autorité judiciaire alors que cette personne ne sait pas qui va déclencher les poursuites et, par voie de conséquence, s'il sera possible de se prévaloir des dispositions de l'article 132-78 du Code pénal. La personne suspectée d'abus de marché ne pourra guère anticiper la mise en mouvement de l'action publique. En effet, non seulement cette personne n'a aucune prise sur la procédure d'« aigüillage », qui repose sur une concertation entre l'AMF et le procureur de la République financier<sup>20</sup>, mais l'issue de cette concertation est de surcroît peu prévisible, dans la mesure où les critères de l'aigüillage ne sont pas clairement définis par la loi<sup>21</sup>. L'intérêt du régime des repentis en ressort amoindri en matière d'abus de marché.

**8. Possibilité pour la Commission des sanctions de l'AMF de tenir compte de la coopération d'un repentis.** Il faut toutefois rappeler que la commission des sanctions de l'AMF a la possibilité de tenir compte, parmi d'autres critères, du « *degré de coopération* » des mis en cause dans le calcul du quantum de la sanction pécuniaire<sup>22</sup>. Il a pu être souligné en ce sens que « *dans la situation évoquée au premier alinéa de l'article 132-78, rien n'oblige la commission, retenant le manquement notifié et constatant que l'avertissement a per-*

8 C. mon. fin., art. L. 465-1, II s'agissant de la tentative de délit d'initié par utilisation d'une information privilégiée ; art. L. 465-2, IV s'agissant de la tentative de délit d'initié par recommandation ou incitation sur la base d'une information privilégiée ; art. L. 465-3, II s'agissant de la tentative de délit d'initié par communication d'une information privilégiée.

9 C. mon. fin., art. L. 465-3-2, II.

10 C. mon. fin., art. L. 465-3-1, III.

11 V. not. D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, R. Salomon et M. Françon, *Les abus de marché*, LexisNexis, 2ème éd., 2021, n° 186, évoquant notamment l'hypothèse d'un ordre de bourse passé par l'initié sur le fondement d'une information privilégiée, mais qui ne pourrait être exécuté, faute de contrepartie.

12 Ibid., n° 361, à propos de la tentative de diffusion d'une information fausse ou trompeuse.

13 Audition de M.-A. Barbat-Layani, Commission d'enquête sur la délinquance financière, Sénat, 27 mars 2025 : [https://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20250324/ce\\_delin\\_fin.html#toc2](https://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20250324/ce_delin_fin.html#toc2)

14 S'agissant du volet procédural de cette affaire, V. Cass. crim., 1er avr. 2020, nos 19-82.221, 19-82.222, 19-82.223, 19-80.900, 19-80.901, 19-80.907, 19-80.808 : BJB mai 2020, n° 119c2, p. 21, note A. Pietrancosta ; Rev. sociétés 2020, 556, note E. Dezeuze et C. Meléard ; Banque et Dr. n° 193, sept. 2020, p. 44, note A.-C. Rouaud ; RTD com. 2020, 682, note N. Rontchevsky.

15 AMF, 13 avr. 2026, « L'AMF salue de premières décisions pénales dans le cadre d'une affaire de réseaux d'initiés » : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lamf-salue-de-premieres-decisions-penales-dans-le-cadre-dune-affaire-de-reseaux-dinities>

16 Pour une sanction prononcée à l'encontre de l'auteur d'une manipulation de cours de bourse et de ses « collaborateurs » : AMF, CDS, 4 janv. 2024, SAN-2024-02 ; Dr. sociétés avr. 2024, comm. 49, note J. Granotier ; BJB mai 2024, n° BJB201u2, note F. Barrière ; Rev. sc. crim. 2024, 381, note J.-M. Brigant.

17 V. par ex. AMF, CDS, 5 mai 2025, SAN-2025-04.

18 CA Paris, p. 5, ch. 7, 26 févr. 2026, n° 23/05561 : Dalloz actualité 2 avr. 2026, obs. N. Ida – AMF, 30 janv. 2023, SAN-2023-02 ; Rev. sociétés 2023, 458, note J. Prorok ; BJB mai 2023, n° BJB201f5, note D. Bompoint ; Dr. sociétés mai 2023, comm. 61, note J. Granotier ; RTDF n° 2/2023, obs. M. Françon ; Rev. sc. crim. 2023, 341, obs. J.-M. Brigant.

19 AMF, CDS, 4 janv. 2024, SAN-2024-02, préc.

20 C. mon. fin., art. L. 465-3-6.

21 Sur cette incertitude et l'atteinte au principe de prévisibilité des peines qui pourrait en résulter, V. not. J. Chacornac, « La répression des abus de marché à l'épreuve de la prévisibilité des peines : vers un autre *Grande Stevens* ? », D. 2016, 1264.

22 C. mon. fin., art. L. 621-15, III, quater.

mis d'éviter la réalisation de l'infraction, à prononcer une sanction »<sup>23</sup>. Cependant, rien ne garantit que l'auteur d'une « simple » tentative d'abus de marché échappe à toute sanction lorsque cet avertissement a permis d'éviter la réalisation de l'infraction. De façon générale, il est regrettable qu'aucune indication ne soit donnée sur la façon dont la coopération des mis en cause peut contribuer à diminuer le montant de la sanction. La cour d'appel de Paris a même pu juger que « le fait que [la requérante] a « pleinement coopéré » avec l'AMF tout au long de la procédure n'est pas un facteur susceptible d'influer, à la baisse, le montant de la sanction infligée, un tel comportement n'allant pas au-delà de ce qui est normalement attendu d'une personne mise en cause »<sup>24</sup>. On peut cependant considérer que la dénonciation d'un manquement va au-delà de la coopération normalement attendue des personnes visées par les enquêtes et contrôle de l'AMF et appelle une réduction de la sanction pécuniaire<sup>25</sup>. Mais dans quelle mesure ? Nul ne le sait. En effet, si certaines des décisions rendues par la commission des sanctions de l'AMF font état de la bonne ou mauvaise coopération des mis en cause au cours de la procédure<sup>26</sup>, ces décisions n'apportent en revanche aucune précision sur la façon dont et élément peut influencer sur le montant de la sanction pécuniaire. Les personnes concernées ne savent donc pas précisément ce qu'elles ont à gagner en choisissant de coopérer avec l'AMF<sup>27</sup>, ce qui est peu incitatif<sup>28</sup>. De la même façon, les « repentis » qui dénonceraient un abus de marché dans les conditions prévues par l'article 132-78 du Code pénal ne pourraient pas déterminer à l'avance l'avantage qu'ils pourraient en retirer en cas d'aiguillage vers la voie administrative. C'est là un inconvénient important du dispositif actuel. La possible consécration d'un mécanisme de clémence dans les procédures de l'AMF pourrait toutefois y remédier.

**9. Vers l'introduction d'un dispositif de clémence en matière de manquements financiers.** L'introduction d'un dispositif de clémence dans les procédures de l'AMF constituerait la suite logique de l'extension du régime des repentis aux délits d'abus de marché. L'article 7 de la proposition de loi visant à lutter contre la fraude financière prévoit en effet de modifier l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, siège du pouvoir de sanction de l'AMF, pour y introduire un mécanisme de clémence en matière de manquements d'abus

de marché et d'offre au public de titres irréguliers. Selon ce texte, « une exemption totale ou une réduction de sanction » serait accordée par la commission des sanctions à la personne qui a commis un abus de marché, « lorsque cette personne apporte des éléments d'information dont l'Autorité des marchés financiers ne disposait pas antérieurement et qui contribuent à identifier des personnes impliquées ou à établir la réalité des manquements susceptibles d'être sanctionnés au titre des règles susvisées »<sup>29</sup>. La transposition de la clémence en matière financière nous paraît opportune<sup>30</sup>, en ce qu'elle permettrait de faciliter la preuve des abus de marché, que l'on sait particulièrement difficile s'agissant de faits commis dans un environnement hautement immatériel et dissimulés sous des montages complexes. Il nous semble par ailleurs qu'une telle évolution aurait le mérite supplémentaire d'éviter les incertitudes liées à l'application des dispositions de l'article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier, dont le bénéfice ne peut être accordé à l'auteur d'un abus de marché que sous réserve de la mise en mouvement de l'action publique, ce qui est peu incitatif.

## II – Les effets du statut de repentis

**10.** L'octroi du statut de repentis produit des effets au regard de la sanction pénale normalement encourue (A), mais est sans incidence sur les sanctions civiles qui pourraient être encourues au titre de la commission d'un abus de marché (B).

### A – Les effets en matière pénale

**11. Exemption et réduction de peine.** Sur le plan de la responsabilité pénale, le prévenu n'est pas relaxé. Il bénéficie en revanche d'une exemption de peine dans le cas prévu à l'alinéa 1er de l'article 132-78 du Code pénal (la tentative d'abus de marché), ou d'une réduction de peine dans le cas prévu par l'alinéa 2 du même texte (la commission d'un abus de marché)<sup>31</sup>, qui précise que la peine encourue est alors réduite des deux tiers, qu'il s'agisse d'une peine privative de liberté ou d'une amende. Le texte fixe donc l'ampleur de la réduction de peine pouvant être attendue si les conditions légales sont remplies, plutôt que d'abandonner cette évaluation à l'appréciation du juge. Il s'agit d'une précision de nature à encourager le recours à ce dispositif qui suppose rien de moins qu'une auto-dénonciation de la part du déclarant.

**12. Impossibilité de fonder une condamnation sur les seules « déclarations » du repentis.** L'exemption ou la réduction de peine n'exclut donc pas la condamnation pénale du repentis. Toutefois, selon les dispositions de l'alinéa 4 de l'article 132-78 du Code pénal, auquel l'article l'article L. 465-3-7 alinéa 1 du Code monétaire et financier renvoie en sa totalité, « aucune condamnation ne peut être prononcée sur le

23 D. Schmidt, « Abus de marché : exemption et réduction de peines pénales », BJB sept. 2025, n° BJB202i6.

24 CA Paris, 25 mars 2021, n° 20/02404, pt. 329, cité par D. Schmidt, art. préc., note 3, Rapp. AMF, CDS, 20 janv. 2026, SAN-2026-02, § 190 ; AMF, CDS, 10 déc. 2025, SAN-2025-11, § 312 ; AMF, CDS, 15 sept. 2025, SAN-2025-09, § 267, soulignant que la coopération du mis en cause n'avait pas à être prise en compte dans la mesure où elle n'excédait pas ce qui était normalement attendu.

25 D. Schmidt, art. préc.

26 V. not. AMF, CDS, 1er avr. 2026, SAN-2026-03, § 389 et s.

27 M. Goldberg, 11ème colloque de la commission des sanctions de l'AMF, 3 oct. 2018, table ronde n° 2, « Quelle coopération entre les mis en cause et l'AMF ? » : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/evenements-de-lamf/colloques-et-conferences-de-lamf/11e-colloque-de-la-commission-des-sanctions-vidéos-des-interventions-du-colloque>

28 De façon générale, le montant des sanctions pécuniaires prononcées par l'AMF apparaît peu prévisible, ce qui conduit certains auteurs à suggérer l'adoption de lignes directrices, à l'instar de la méthode de détermination des sanctions définie par l'Autorité de la concurrence, sous réserve du respect du principe d'individualisation des peines qui prévaut en matière répressive : E. Dezeuze et J. Bianchi, « Quelques réflexions sur la prévisibilité des sanctions de l'AMF », BJB sept. 2023, n° BJB201k9.

29 Proposition de loi n° 1818, 16 sept. 2025, préc., art. 7.

30 N. Ida, *La preuve devant l'Autorité des marchés financiers*, Dalloz, 2022, préf. H. Barbier, avant-propos D. Schmidt, nos 397 et s.

31 Dès lors que la juridiction de jugement constate que les éléments constitutifs de l'exemption sont réunis, elle doit la prononcer, comme l'indique l'emploi du présent de l'indicatif ; il est indifférent, à cet égard, que le prévenu n'ait pas invoqué le bénéfice de l'exemption au stade de l'instruction : Cass. crim., 16 nov. 2016, n° 16-85.101, F-D+P+B.

seul fondement de déclarations émanant de personnes ayant fait l'objet des dispositions du présent article », ce qui n'est pas sans rappeler la jurisprudence relative à la force probante diminuée du témoignage anonyme<sup>32</sup>. La force probante des « déclarations »<sup>33</sup> du repentis est en effet sujette à caution, puisqu'elles émanent d'une personne intéressée, dont la moralité peut de surcroît apparaître douteuse, comme le montre la commission ou la tentative de commission d'un abus de marché qu'elle dénonce. D'autres éléments de preuve devront donc être rapportés, notamment au moyen de la méthode du faisceau d'indices concordants, initialement forgée par l'AMF mais désormais appliquée par les juridictions pénales en matière de délit d'initié<sup>34</sup>. Cependant, ces observations ne valent, à nouveau, qu'en cas de mise en mouvement de l'action publique. En cas de notification de griefs par l'AMF, le mis en cause ne pourra pas se prévaloir des dispositions de l'alinéa 4 de l'article 132-78 du Code pénal devant la commission des sanctions. Cette dernière pourrait donc entrer en voie de condamnation sur la foi des seules déclarations auto-incriminantes de la personne mise en cause, sans que l'on puisse *a priori* y voir une atteinte au droit de ne pas s'auto-incriminer<sup>35</sup>, s'agissant de déclarations purement volontaires effectuées dans la perspective d'une possible récompense.

## B - L'absence d'effet en matière civile

**13. L'engagement de la responsabilité civile du repentis.** L'auteur d'un abus de marché ayant bénéficié du statut des repentis ne peut se prévaloir des dispositions de l'article 132-78 du Code pénal à l'encontre des victimes qui se seraient constituées parties civiles dans le cadre de la procédure pénale. Le statut du repentis s'avère sur ce point moins protecteur que la procédure de clémence propre au droit de la concurrence. En effet, si l'entreprise qui a bénéficié d'une mesure de clémence ne dispose d'aucune immunité de responsabilité civile, les déclarations auto-incriminantes effectuées par cette entreprise dans le cadre de la procédure de l'Autorité de la concurrence

ne peuvent être utilisées devant une juridiction civile<sup>36</sup>. Rien de tel n'est prévu dans le régime des repentis auquel renvoie l'article L. 465-3-7 du Code monétaire et financier. L'intérêt de ce dispositif en est-il réduit pour autant ? Nous ne le pensons pas.

**14. Faiblesse du contentieux de la réparation des abus de marché.** En matière d'abus de marché, les actions en réparation sont peu nombreuses, voire quasiment inexistantes s'agissant des préjudices consécutifs à des délits d'initiés ou à des délits de manipulation de cours<sup>37</sup>. Comme le synthétise un auteur, « les conditions de mise en œuvre de la responsabilité civile se heurtent en matière boursière à des difficultés particulières : certains abus n'engendrent qu'un dommage diffus ; d'autres causent un préjudice dont la nature et le montant s'avèrent particulièrement délicats à apprécier, car la part du préjudice causé par l'abus est malaisée à distinguer de celle qui résulte des autres facteurs qui peuvent expliquer l'évolution défavorable des cours ; le montant des préjudices, souvent trop faible à l'échelle individuelle, n'incite pas les victimes à se lancer dans des procédures aléatoires et coûteuses »<sup>38</sup>... Il en résulte qu'aucun investisseur n'a été à ce jour indemnisé de l'introuvable préjudice causé par un délit d'initié<sup>39</sup>, même si la Cour de cassation a admis, de façon quelque peu abstraite, qu'un investisseur est recevable à se constituer partie civile du chef de ce délit<sup>40</sup>. Les conséquences civiles de la commission d'un abus de marché ne sont sans doute pas celles que les candidats au statut de repentis ont le plus à redouter, tant il est vrai qu'en matière de délits financiers, « l'impératif répressif occulte et finalement écrase l'impératif indemnitaire »<sup>41</sup>. Assurément, l'extension du statut des repentis au droit pénal des abus de marché n'est pas de nature à démentir ce constat déjà ancien, mais toujours d'actualité. ■

36 C. com., art. L. 464-10, I.

37 F. Drummond, *Droit financier, Les institutions, Les activités, Les abus de marché, Economica*, 2020, nos 1188-1189 et n° 1260

38 Ibid., n° 1187.

39 Ainsi par exemple, dans l'affaire *Sidel*, les juges ont estimé que le préjudice de l'actionnaire n'était pas démontré, dans la mesure où le faible nombre de titres échangés à l'occasion des délits d'initiés commis par les personnes pénalement condamnées ne permettait pas de conclure que les interventions des intéressés sur le marché avaient pu avoir une influence sur le cours de bourse : CA Paris, 9<sup>ème</sup> ch., sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036 : BJB janv. 2009, 28, note E. Dezeuze ; BJS févr. 2009, 143, note J.-F. Barbiéri ; Rev. sociétés 2009, 121, note J.-J. Daigre ; Banque et Dr. n° 123, janv. 2009, p. 28, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet ; RLD n° 35, févr. 2009, p. 10, note A. Dethomas - T. Corr. Paris, 11<sup>ème</sup> ch. corr., 1<sup>ère</sup> sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026 : D. 2006, 2522, note D. Schmidt ; BJB janv. 2007, 37, note E. Dezeuze ; BJS janv. 2007, 119, note J.-F. Barbiéri.

40 Cass. crim., 10 avr. 2018, n° 18-80.857 ; Banque et Dr. n° 179, mai 2018, p. 26, obs. J. Chacornac ; Rev. sc. crim. 2019, 377, obs. F. Stasiak ; Cass. crim., 11 déc. 2002, n° 01-85.176 : BJB mars 2003, 149, note F. Stasiak ; Banque et Dr. n° 88, mars 2003, p. 36, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; Dr. pénal mars 2003, 17, obs. J.-H. Robert ; Rev. sociétés 2003, 145, obs. B. Bouloc ; RTD com. 2003, 336, obs. N. Rontchevsky.

41 A. Pietrancosta, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », RTDF n° 3/2007, 21.

32 V. par ex. Cass. com., 11 mai 2022, n° 19-22.242, FS+B : D. 2022, 1795, note S. Chaudouet ; CCC 2022, comm. 117, note N. Mathey ; D. 2023, 430, obs. J.-D. Bretzner.

33 On peut se demander si l'auteur de la dénonciation pourrait, au-delà des « déclarations » expressément visées par le texte, apporter des éléments de preuve tangibles, résultant par exemple de l'enregistrement d'une conversation téléphonique ou d'un échange de courriels.

34 Cass. crim., 30 mars 2022, n° 21-83.500, F-D : BJB mai 2022, n° BJB200r2, note R. Salomon ; Dr. sociétés mai 2022, comm. 60, obs. R. Salomon ; RD bancaire et fin. juill. 2022, comm. 125, note P. Pailler ; RTDF n° 2/2022, note E. Dezeuze ; RTD com. 2022, 339, obs. N. Rontchevsky - Cass. crim., 15 déc. 2021, n° 21-83.500, F-D : Dr. sociétés févr. 2022, comm. 23, obs. R. Salomon ; Dr. pénal févr. 2022, comm. 32, obs. J.-H. Robert ; JCP E 2022, 1150, note N. Ida.

35 Étant précisé que ce droit fondamental s'applique dans les procédures de sanction de l'AMF : en ce sens, V. not. Cons. Const., 26 sept. 2025, déc. n° 2025-1164 QPC : BJB nov. 2025, n° BJB202k8, note M. Samuëlian et A. Hassine ; RD bancaire et fin. nov. 2025, comm. 169, note P. Pailler ; Dr. sociétés nov. 2025, repère 10, obs. J. Granotier ; D. 2025, 2064, note N. Ida.

# Réseaux d'initiés : les prémises d'une nouvelle justice pénale boursière

Développements autour de l'affaire du réseau Airgas (T. corr. Paris, 13 avril 2026)

Auteur(s)



**Astrid Mignon Colombet**  
Avocate associée, August Debouzy



**Alexandre Mennucci**  
Avocat senior, August Debouzy

Ces derniers mois, l'AMF a régulièrement alerté sur la montée en puissance du phénomène des réseaux d'initiés, ces groupes d'individus qui s'organisent pour obtenir illégalement, et de manière répétée, des informations privilégiées concernant des sociétés cotées, afin de les utiliser pour en tirer profit à la veille d'annonces importantes comme des offres publiques d'achat ou la publication de résultats financiers<sup>1</sup>.

Dans le cadre de ses activités de surveillance des marchés et d'enquête, l'AMF aurait en effet constaté que des réseaux de délinquants financiers, familiers des abus de marché de plus petite ampleur, se seraient associés à des organisations criminelles en mesure de leur fournir une plus grande surface financière pour investir et des nouveaux modes opératoires destinés à obtenir des informations privilégiées<sup>2</sup>. Ainsi, des campagnes massives de piratage informatique auraient été conduites ces derniers mois contre des entreprises cotées ou leurs prestataires, notamment des cabinets d'avocats, afin d'extraire de telles informations de leurs serveurs. Des banquiers d'affaires, des avocats ou des salariés de sociétés cotées auraient, par ailleurs, été sollicités par des personnes liées à des organisations criminelles afin de transmettre des informations auxquelles ils avaient eu accès dans le cadre de leurs activités, en échange d'avantages divers (montres de luxe, sommes en espèces, paiement en cryptomonnaies)<sup>3</sup>. De même, l'AMF a pu constater une sophistication accrue des méthodes employées par ces réseaux pour transférer les flux investis ou générés dans le cadre de ces activités (sociétés écrans, hommes de paille à l'étranger, utilisation de téléphones prépayés et de messageries cryptées).

Ces constats sont illustrés par le jugement historique que vient de rendre le Tribunal judiciaire de Paris le 13 avril dernier, en condamnant pour la première fois un réseau d'initiés organisé (1). Au-delà de ce jugement, l'implication des organisations criminelles dans les réseaux d'initiés devrait

conduire à une pénalisation croissante de la répression des abus de marché les plus graves (2), ainsi qu'à l'instauration d'une nouvelle organisation de la justice pénale boursière, dans le cadre de laquelle les agents de l'AMF, institués assistants du PNF, seraient dotés de pouvoirs d'enquête inédits (3). Il faut souhaiter que cette répression pénale des abus de marché ne s'effectue pas au détriment des droits de la défense.

## I - L'affaire du réseau Airgas illustre la mise en œuvre, par le PNF et l'AMF, de techniques d'enquête semblables à celles des affaires de criminalité organisée

Le 13 avril 2026, la 32<sup>e</sup> chambre du Tribunal correctionnel de Paris a rendu un premier jugement concernant un réseau d'initiés. Ce jugement est inédit par la durée d'enquête – plus de dix ans –, par le nombre de personnes poursuivies – sept –, par la diversité des activités des personnes poursuivies – des traders, un banquier, un homme d'affaires, un gestionnaire de fortune –, ou encore par les montants investis et la plus-value générée par les délits poursuivis – plus de 20 millions d'euros. En outre, c'est la première fois dans un tel dossier que le PNF et l'AMF ont été en mesure d'obtenir des informations sur la chronologie des investissements, les modalités de passage des ordres et le volume des achats grâce à l'interception de conversations téléphoniques des prévenus. Les enquêteurs ont ainsi disposé de preuves tangibles permettant d'établir la culpabilité des prévenus.

L'enquête a débuté en juillet 2013, par une lettre anonyme dénonçant les pratiques d'initiés d'un avocat transférant des informations de ses clients à l'un des traders poursuivis, qui faisait, par ailleurs, l'objet d'autres procédures au PNF et à l'AMF pour des pratiques d'initiés. Les services d'enquête ont découvert les liens noués avec un homme d'affaires de la région parisienne, qui lui-même entretenait une amitié avec un banquier. Ils ont également découvert la possible implication d'un trader français basé en Suisse. Ce dernier était déjà soupçonné par l'AMF, ainsi que son gestionnaire de fortune, d'avoir acquis plus de 3 millions d'euros de titres d'Alstom quelques jours avant l'annonce du projet de rachat de General Electric en 2014, cette opération lui ayant permis de générer

1 Sénat, Rapport de la commission d'enquête aux fins d'évaluer les outils de la lutte contre la délinquance financière, la criminalité organisée et le contournement des sanctions internationales, en France et en Europe, et de proposer des mesures face aux nouveaux défis, compte rendu de l'audition de Madame Marie-Anne Barbat Layani, 27 mars 2025 ; AMF, Rapport annuel 2024, 26 mai 2025, p. 87.

2 AMF, Rapport annuel 2024, 26 mai 2025, p. 87.

3 AMF/AFA, Communiqué de presse, L'AMF et l'AFA appellent à la vigilance sur le risque de corruption privée par des réseaux criminels de personnes physiques ayant accès à des informations privilégiées, 9 juillet 2025.

une plus-value de plus de 20 millions d'euros. En raison des soupçons qui pesaient sur ce réseau, les enquêteurs ont procédé à l'interception téléphonique de plusieurs de ses acteurs.

Ces actes d'enquête leur ont permis de découvrir que le banquier avait obtenu de manière illicite une information privilégiée relative à l'annonce publique prochaine de l'acquisition de la société Airgas par la société Air Liquide et qu'il l'avait communiquée, par l'entremise de l'homme d'affaires, à quatre traders qui ont alors acquis des millions d'euros de titres pour un montant nominatif de 95 dollars. Une heure après l'annonce d'Air Liquide, l'action Airgas valait 143 dollars. Cette opération a ainsi permis à ces derniers d'effectuer, après avoir revendus ces titres, une plus-value de près de 23 millions de dollars.

Le PNF rapporte que quatre des sept prévenus, le détenteur originel de l'information privilégiée, deux des traders et l'homme d'affaires, ont été condamnés en novembre 2025 et en janvier 2026 à l'issue de procédures de comparutions sur reconnaissance préalable de culpabilité (CRPC)<sup>4</sup>. Les trois autres prévenus, les deux principaux traders, aucun des deux n'ayant comparu à l'audience, et le gestionnaire de fortune, ont contesté les infractions qui leur étaient reprochées et ont donc eu à se défendre alors que les faits étaient déjà reconnus par les co-prévenus. La cession de leurs titres par les deux traders prévenus leur aurait permis de réaliser en quelques jours une plus-value de près de 4 347 982 euros pour l'un et de 9 929 000 euros pour l'autre. Ces sommes ont, semble-t-il, été, pour partie, blanchies en investissant dans des sociétés de l'homme d'affaires du réseau. Le premier trader a été condamné à trois ans d'emprisonnement avec un mandat d'arrêt et 30 millions d'euros d'amende. Le second a été condamné à un an d'emprisonnement, peine maximale encourue à la date des faits, avec un mandat d'arrêt et 13 millions d'euros d'amende. Le gestionnaire de fortune a, lui, été condamné à 8 mois d'emprisonnement et 4 347 982 euros d'amende dont 4 197 982 euros avec sursis pour avoir passé les ordres d'achat et de vente de ces instruments financiers. La constitution de partie civile de l'AMF a été jugée recevable, mais ses demandes indemnitaires, confondues avec l'exercice de l'action publique, rejetées.

## II - L'implication des organisations criminelles dans les réseaux d'initiés conduit à une pénalisation croissante de la répression des abus de marché

Pour la présidente de l'AMF, dans son communiqué de presse du 13 avril 2026, cette affaire a montré « la capacité des autorités françaises à lutter pour la préservation de l'intégrité de la Place de Paris, mais aussi la nécessité de renforcer les outils juridiques de l'AMF pour mieux lutter contre ces activités illicites ». Elle a rappelé qu'en 2025, elle avait évoqué devant la Commission des finances de l'Assemblée nationale, « plu-

sieurs mesures susceptibles de permettre à l'AMF de renforcer l'efficacité de ses actions répressives<sup>5</sup>. » En effet, inédit par son ampleur au carrefour du droit boursier et du droit pénal, le phénomène des réseaux d'initiés, qui emprunte aux techniques de la criminalité organisée, oblige les autorités à définir une politique de sécurisation des marchés, par la répression des réseaux d'initiés transnationaux.

On sait qu'en matière d'abus de marché, la loi du 21 juin 2016 a mis en place un système d'aiguillage des dossiers afin de déterminer qui, de la voie pénale ou de la voie administrative, était la mieux à même de réprimer les faits reprochés, en exigeant du PNF ou de l'AMF, d'informer l'autre de son intention afin de recueillir son accord. On compte, à ce jour, seulement quelques condamnations pénales de ce chef. Par exemple, le 18 mars 2019, un ancien fonctionnaire des douanes a été condamné pour avoir acquis un nombre important d'actions de la société LVL Medical, une dizaine de jours avant l'annonce d'une entrée en négociation exclusive avec Air Liquide en vue de la cession de 70,49 % du capital de cette société. C'est notamment à l'occasion de cette affaire que la Cour de cassation a admis que le juge pénal pouvait, pour établir l'élément matériel du délit d'initié, se fonder sur un faisceau d'indices précis, graves et concordants, sans avoir à constater une preuve tangible comme ce fut le cas dans l'affaire du réseau Airgas<sup>6</sup>.

Les condamnations les plus emblématiques concernent l'affaire Bulgari, qui a abouti le 14 février 2023 à l'homologation d'une procédure de comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité (« CRPC »), et l'affaire Casino. Le 29 janvier 2026, le Tribunal correctionnel de Paris a condamné une dizaine de personnes pour des délits de corruption privée, de manipulation de marché en bande organisée et de délit d'initiés. Le Tribunal a réprimé le fait que le directeur de la communication du groupe Casino avait transmis une information privilégiée relative à l'accélération et au dépassement par le groupe de ses objectifs de cessions d'actifs en vue de son désendettement et que l'un des prévenus, rédacteur en chef de journaux boursiers, l'avait utilisé pour intervenir sur le titre Casino et pour formuler des recommandations positives sur cette valeur auprès de son auditorat et lectorat.

Hormis ces affaires isolées, la plupart des manquements d'initiés étaient, jusqu'à présent, orientés vers une répression administrative. Néanmoins, la pénétration des méthodes de la criminalité organisée dans ces réseaux d'initiés a fait entrer ce phénomène dans une dimension nouvelle. Elle devrait conduire à une pénalisation accrue des délits d'initiés, c'est-à-dire à un aiguillage croissant des dossiers vers le PNF, l'AMF se contentant de prêter assistance à l'autorité de poursuite. A cet égard, dans son rapport annuel présenté le 24 avril 2025, l'AMF constate la baisse générale du nombre d'enquêtes ayant fait l'objet de poursuites par l'AMF. Elle explique cela par le fait que beaucoup d'entre elles étaient désormais conduites par

4 PNF, Communiqué de presse, 32e chambre correctionnelle – Jugement du 13 avril 2026.

5 AMF, Communiqué de presse, L'AMF salue de premières décisions pénales dans le cadre d'une affaire de réseaux d'initiés, 13 avril 2026.

6 Cass. crim., 30 mars 2022, n°21-83.500.

le PNF, « la voie judiciaire semblant la plus adaptée, compte tenu notamment de la gravité des faits concernés »<sup>7</sup>. En effet, du point de vue des autorités, la voie judiciaire semble plus adaptée, non seulement parce qu'elle permet de poursuivre, en même temps que les abus de marché, des faits qualifiés de corruption ou de blanchiment, mais également parce qu'elle autorise le déploiement de tous les moyens de coercition à la disposition du PNF pour enquêter contre la délinquance et la criminalité organisée (opérations de surveillance, garde à vue prolongée, régime dérogoire de perquisition, interceptions téléphoniques, captation de données informatiques).

### III - Ce contexte constitue les prémisses d'une nouvelle organisation de la justice pénale boursière, au service d'une politique plus répressive

Dans ce contexte, une attention particulière doit être portée à la proposition de loi suscitée par l'AMF et déposée le 16 septembre 2025 par le député Daniel Labaronne<sup>8</sup>. S'il était adopté, ce texte pourrait conduire à l'institution d'une nouvelle organisation de la justice pénale des délits d'abus de marché. Dans ce cadre, l'AMF serait appelée à jouer le rôle d'assistant du PNF dans la réponse pénale apportée à ces faits.

Outre que l'AMF use déjà largement de la faculté qui lui est offerte par le Code monétaire et financier de se constituer partie civile dans les dossiers de cette nature<sup>9</sup>, elle a également, vocation à « faire bénéficier l'autorité pénale de son expérience et de sa bonne connaissance de dossiers d'une grande technicité »<sup>10</sup>. Pour cela, elle met en avant sa capacité à coopérer étroitement avec ses homologues étrangers pour aider le PNF dans le démantèlement des réseaux transnationaux en identifiant leurs auteurs et les modalités d'action qu'ils emploient<sup>11</sup>. Cette coopération s'inscrit dans le cadre du Multilateral Memorandum of Understanding de l'International Organisation of Securities Commissions, organisation de coopération, qui regroupe 130 autorités signataires couvrant l'essentiel des grandes places et qui permet un échange rapide d'informations non publiques, la collecte de preuves et l'assistance dans les enquêtes sur les abus de marché.

La proposition de loi envisage précisément de consacrer ce rôle d'assistance des agents de l'AMF auprès du PNF. En effet, l'article 4 de la proposition de loi permettrait aux juges d'instruction et au PNF de saisir des agents de l'AMF spécialement

habilités par le ministre de la Justice pour les assister dans le cadre d'enquêtes pénales<sup>12</sup>. En pratique, même s'il est déjà courant de voir des juges d'instruction saisir des agents de l'AMF, par voie de réquisitions, pour assister aux interrogatoires ou auditions dans le cadre de procédures pénales pour abus de marché, jamais il n'avait été envisagé de leur donner un statut comparable à ceux d'officiers de police judiciaire. Cette faculté ne serait d'ailleurs plus réservée au seul PNF, puisque l'article 6 de la proposition de loi envisage d'étendre aux autres parquets la faculté de transmettre à l'AMF les pièces d'une procédure pénale afin de bénéficier de son assistance<sup>13</sup>.

### À terme, les agents de l'AMF seront dotés de pouvoirs d'enquêtes comparables à ceux d'enquêteurs spécialisés dans la lutte contre la criminalité organisée

Le concours de l'AMF peut être utile à l'autorité de poursuite, à condition toutefois – a-t-elle estimé à plusieurs reprises devant le Parlement – que ses pouvoirs juridiques soient renforcés<sup>14</sup>. La proposition de loi envisage ainsi d'autoriser les enquêteurs de l'AMF d'accéder, de manière automatisée, à des contenus publiquement accessibles sur les plateformes en ligne (« web scraping »), afin de les exploiter dans le cadre d'enquêtes portant sur des abus de marché<sup>15</sup>, mais également pour assurer des missions de surveillance et de veille sur les produits et services financiers illicites<sup>16</sup>. La CNIL considérant que cette pratique est, en l'absence d'encadrement juridique, interdite lorsqu'il s'agit de détecter des infractions, de telles dispositions seraient, selon l'AMF, nécessaires au renforcement de ses pouvoirs. Par ailleurs, le texte autoriserait également ses agents à recourir à des identités d'emprunt, afin d'interagir directement avec les fraudeurs et de révéler leurs stratagèmes<sup>17</sup>.

Ces techniques rappellent les moyens d'enquête mis à la disposition des enquêteurs spécialisés dans la lutte contre la criminalité organisée, faculté dont n'ont naturellement jamais bénéficié les assistants spécialisés ou les experts judiciaires. Ce serait là une évolution majeure de notre procédure pénale.

### Une procédure de clémence, rappelant le statut de collaborateur de justice en matière d'organisations criminelles, devrait être instituée pour les délits d'abus de marché

7 AMF, Rapport annuel 2024, 26 mai 2025, p. 88 : l'AMF indique qu'en 2024, neuf procédures ouvertes pour des manquements d'initiés ont fait l'objet d'un classement administratif, afin de qu'elles soient orientées vers la voie judiciaire.

8 Proposition de loi n°1818 du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière.

9 Code monétaire et financier, art. L. 621-16-1. L'AMF s'est, par exemple, constituée partie civile dans l'affaire Casino (T.corr. Paris, 29 janvier 2026) et dans l'affaire du réseau Aigas (T. corr. Paris, 13 avril 2026).

10 AMF, Communiqué de presse, L'AMF salue de premières décisions pénales dans le cadre d'une affaire de réseaux d'initiés, 13 avril 2026

11 Assemblée nationale, Compte rendu de la présentation du rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers devant la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 25 juin 2025, p. 8.

12 Proposition de loi n°1818 du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière, art. 4.

13 Code monétaire et financier, art. L. 621-20-4.

14 Assemblée nationale, Compte rendu de la présentation du rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers devant la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 25 juin 2025, p. 3 ; Sénat, Rapport de la commission d'enquête aux fins d'évaluer les outils de la lutte contre la délinquance financière, la criminalité organisée et le contournement des sanctions internationales, en France et en Europe, et de proposer des mesures face aux nouveaux défis, compte rendu de l'audition de Madame Marie-Anne Barbat Layani, 27 mars 2025.

15 Proposition de loi n°1818 du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière, art. 1er.

16 Ibid., art. 2.

17 Ibid., art. 3.

Afin de renforcer la détection des abus de marché, la proposition de loi envisage, en outre, de créer un dispositif spécifique de clémence en matière d'abus de marché et d'offres au public de titres financiers irréguliers. Ainsi, les personnes ayant apporté des éléments d'information dont l'AMF ne disposait pas antérieurement et qui contribuent à identifier des personnes impliquées ou à établir la réalité de manquements susceptibles d'être sanctionnés pourront bénéficier d'une exemption totale ou d'une réduction de sanction, non seulement devant la Commission des sanctions, mais également et surtout dans le cadre d'un procès pénal initié par le PNF<sup>18</sup>, sans que les modalités de ce mécanisme de clémence ne soit déterminées à ce stade. Quoiqu'inspiré de la procédure de clémence devant l'Autorité de la concurrence, ce mécanisme rappelle le statut de collaborateur de justice, jusqu'alors réservé aux repentis des organisations criminelles<sup>19</sup>.

\*

Nul ne saurait contester que la lutte contre les abus de marché orchestrés par des personnes liées à des organisations criminelles est un objectif louable. Chacun doit y prendre sa part, y compris les entreprises qui disposent d'informations privilégiées, du fait de leur cotation ou de leur activité sur les marchés financiers, en renforçant leur dispositif de conformité contre les risques de corruption privée<sup>20</sup>. Néanmoins, cet impératif doit pouvoir se concilier avec le nécessaire exercice des droits de la défense. Or la proposition de loi est muette sur ce sujet, y compris dans le cadre d'une procédure AMF. Si ce texte devait être adopté, le PNF serait assisté d'agents de l'AMF dotés de pouvoirs d'enquêtes inspirés de ceux octroyés

à des juges d'instruction spécialisés dans la lutte contre la criminalité organisée, sans jamais que les personnes mises en cause puissent bénéficier de droits de la défense comparables à ceux dont elles disposent dans le cadre d'une information judiciaire, droits tenant notamment à l'accès au dossier. Il serait donc opportun que la nouvelle justice pénale boursière s'inscrive dans un cadre protecteur des droits de la défense et plus généralement des règles du procès équitable. ■

18 Ibid., art. 7.

19 Loi n° 2025-532 du 13 juin 2025 visant à sortir la France du piège du narcotrafic, art. 31.

20 À cet égard, le 9 juillet 2025, l'AMF et l'AFA ont publié un appel à la vigilance recommandant aux entreprises d'intégrer ce risque spécifique de corruption privée à la cartographie anticorruption – ce qui impose de déterminer avec précision les collaborateurs susceptibles de détenir des informations privilégiées –, de renforcer la politique cadeaux et invitations et le contrôle de son application auprès des collaborateurs identifiés, d'intensifier la formation relative à ce risque et de promouvoir l'utilisation des canaux d'alerte pour signaler telle ou telle sollicitation.

## La responsabilité disciplinaire de plein droit des dirigeants effectifs de sociétés de gestion de portefeuille

Auteur(s)



**Michel Storck**

Professeur émérite de l'Université de Strasbourg

**Notion de dirigeant effectif** - Le droit de l'Union a introduit en droit bancaire et financier la notion d'instances dirigeantes, qui s'inscrit dans le cadre général du principe directeur des « quatre yeux »<sup>1</sup>. En droit de la gestion collective, la notion d'instance dirigeante d'une société de gestion figure à l'article 8,I,c) de la Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 (directive AIFM) complété par l'article 1er du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 (RDAIFM). Selon ces dispositions, l'activité de la société de gestion doit être déterminée par au moins deux personnes qui « dirigent de fait l'activité du gestionnaire », qui « ont une honorabilité et une expérience suffisantes, également en ce qui concerne les stratégies d'investissement menées par les FIA gérés par le gestionnaire » ; l'identité de ces personnes, ainsi que de toute personne leur succédant dans leurs fonctions, doit être immédiatement notifiée aux autorités compétentes de l'État membre d'origine du gestionnaire.

Une disposition similaire visant les personnes qui dirigent de fait l'activité d'une société de gestion d'OPCVM est fixée à l'article 7,1, b) de la directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009 (directive OPCVM). Ces personnes sont désignées, tant par la directive OPCVM que par le règlement délégué AIFM, comme étant les « instances dirigeantes ». Ces exigences de gouvernance ont été transposées en droit interne à l'article L.532-9, II, 4° du code monétaire et financier (CMF) qui dispose que toute SGP doit être « dirigée effectivement par deux personnes au moins possédant l'honorabilité nécessaire et l'expérience adéquate à leur fonction, en vue de garantir sa gestion saine et prudente ». En pratique, ces personnes sont indifféremment désignées comme « dirigeants effectifs », « dirigeants responsables » ou « dirigeants au sens de l'article L. 532-9, II, 4° du Code monétaire et financier ».

Les dirigeants « effectifs » des SGP d'OPCVM ou de FIA sont ainsi, par définition, des dirigeants « responsables » (I). Sur le plan procédural, dans le cadre de poursuites disciplinaires, ce sont les mêmes griefs que ceux notifiés à la SGP qui sont notifiés au dirigeant effectif (II).

### I - Présomption de responsabilité du dirigeant effectif en cas de manquement par la société de gestion à ses obligations professionnelles

L'article L 621-15, II, b du Code monétaire et financier confère à la Commission des sanctions de l'AMF le pouvoir de prononcer des sanctions à l'encontre des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'une société de gestion au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les règlements européens, les lois, règlements et règles professionnelles. Peuvent ainsi être visées des personnes intervenant dans la direction de la SGP. Pris isolément, ce texte n'institue toutefois pas, à lui seul, une présomption de responsabilité à l'encontre de l'encontre de ces personnes. Il convient dès lors d'identifier les obligations professionnelles pesant personnellement sur les dirigeants effectifs.

**Pouvoirs conférés aux dirigeants effectifs** - La fonction de dirigeant effectif est distincte de celle de mandataire social, qu'il s'agisse des membres des organes de direction ou de surveillance des sociétés anonymes ou des organes légaux ou statutaires des sociétés constituées sous une autre forme sociale<sup>2</sup>. La réglementation applicable aux SGP fait peser direc-

<sup>1</sup> I. Riassetto et M. Storck, La règle des quatre yeux en matière bancaire et financière, Mélanges J.J. Daigre, Editions Joly 2017, p. 783.

<sup>2</sup> Position - recommandation AMF - DOC-2012-19 préc., pt. 2.4 p. 24, qui vise dans le programme d'activité la rubrique « Mandataires sociaux non désignés en qualité de dirigeants ».

tement sur leurs dirigeants effectifs un certain nombre d'obligations. Par définition, quelle que soit la forme juridique de la SGP, les dirigeants effectifs déterminent la conduite de l'activité de la société<sup>3</sup>.

L'article 60 du règlement délégué n° 231/2013 dispose que le gestionnaire de FIA veille à ce que ses instances dirigeantes :

a) soient responsables de la mise en œuvre, pour chaque FIA qu'il gère, de la politique générale d'investissement telle qu'elle est définie, selon le cas, dans le règlement du fonds, ses documents constitutifs, le prospectus ou les documents d'offre;

b) supervisent l'adoption de stratégies d'investissement pour chaque FIA qu'il gère;

c) soient chargées de veiller à ce que des politiques et procédures d'évaluation soient établies et mises en œuvre conformément à l'article 19 de la directive 2011/61/UE;

d) soient chargées de veiller à ce que le gestionnaire dispose d'une fonction permanente et efficace de vérification de la conformité, même si cette fonction est exercée par un tiers;

e) s'assurent, et vérifient périodiquement, que la politique générale d'investissement, les stratégies d'investissement et les limites de risque de chaque FIA géré sont effectivement et correctement mises en œuvre et respectées, même si la fonction de gestion des risques est exercée par un tiers;

f) adoptent, puis soumettent à un réexamen périodique, des procédures internes adéquates pour l'adoption des décisions d'investissement concernant chaque FIA géré, afin de garantir la conformité de ces décisions avec les stratégies d'investissement adoptées;

g) adoptent, puis soumettent à un réexamen périodique, la politique de gestion des risques, ainsi que les dispositions, procédures et techniques de mise en œuvre de cette politique, et notamment le système des limites de risque pour chaque FIA géré;

h) aient la responsabilité de définir et de mettre en œuvre une politique de rémunération conforme à l'annexe II de la directive 2011/61/UE.

Il est énoncé au point 3 de cet article 60 que le gestionnaire veille en outre à ce que ses instances dirigeantes et, le cas échéant, son organe directeur ou sa fonction de surveillance :

a) évaluent, et réexaminent périodiquement, l'efficacité des politiques, dispositions et procédures adoptées pour se conformer aux obligations prescrites par la directive 2011/61/UE ;

b) prennent les mesures appropriées pour remédier à d'éventuelles défaillances.

Des dispositions analogues sont prévues pour les dirigeants effectifs des sociétés de gestion d'OPCVM à l'article 321-35 alinéa 3 du règlement général de l'AMF (RGAMF) transposant en droit interne les dispositions de l'article 9 alinéa 2 de

la directive d'application 2010/43/UE de la Commission du 1er juillet 2010.

Responsabilité de plein droit - Parce qu'il est doté des prérogatives requises pour exercer toutes les obligations inhérentes à la direction effective de la société de gestion, visées à l'article 60 du règlement délégué AIFM ou à l'article 321-35 alinéa 3 du RGAMF, et parce qu'il est tenu de veiller au respect des obligations professionnelles applicables à la société de gestion et de prendre les mesures nécessaires pour remédier aux carences constatées, le dirigeant effectif encourt une responsabilité disciplinaire de plein droit en cas de manquement par la société de gestion à ses obligations professionnelles.

La Commission des sanctions de l'AMF considère que la responsabilité du dirigeant effectif joue de plein droit, sans qu'il soit nécessaire d'établir une participation personnelle aux faits ou l'existence d'une faute propre. Sur ce fondement, l'AMF peut ainsi notifier aux dirigeants responsables les mêmes griefs que ceux notifiés à la SGP<sup>4</sup>.

Jusqu'au 2 janvier 2018, le principe de responsabilité de plein droit du dirigeant découlait de l'article 313-6 du RGAMF, visant la responsabilité des dirigeants de PSI en général, ce qui incluait alors les sociétés de gestion de portefeuille d'OPCVM ou de FIA.

Depuis le 3 janvier 2018, ce sont des dispositions spéciales qui reprennent cette règle pour les gestionnaires d'OPCVM et de FIA : l'article 321-35 du RGAMF pour les OPCVM et l'article 60 du RDAIFM pour les FIA.

Il est ainsi énoncé dans les décisions rendues par la Commission des sanctions de l'AMF depuis 2018 qu'il « résulte des articles L. 532-9 du code monétaire et financier, 60 du règlement délégué, 231/2013, 25 du règlement délégué 2017/565 et 321-35 du règlement général de l'AMF, que les manquements d'une société de gestion de portefeuille sont imputables à ses dirigeants responsables »<sup>5</sup>, « quels que soient leurs degrés respectifs d'engagement dans des fonctions opérationnelles » au sein de la société<sup>6</sup>.

Cette responsabilité du dirigeant effectif n'est pas liée à une fonction de représentation de la SGP : l'article 321-35 du RGAMF s'applique au dirigeant au sens de l'article L. 532-9, II, 4° du Code monétaire et financier, « peu importe qu'il n'en

3 Cf. directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009 (directive OPCVM), art. 7,1,b) ; Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 (directive AIFM), art. 8,1,c.

4 SAN-2019-18 - Décision de la Commission des sanctions du 20 décembre 2019 à l'égard de la société GSD Gestion et de MM. A et B. – SAN-2016-14 - Décision de la Commission des sanctions du 17 novembre 2016 à l'égard de la société LMBO et de MM. A et B.

5 SAN-2024-09 - Décision de la Commission des sanctions du 12 septembre 2024 à l'égard de la société Sogenial Immobilier et de M. Jean-Marie Souclier. V. aussi : SAN-2025-11 - Décision de la commission des sanctions du 10 décembre 2025 à l'égard de la société Novaxia Investissement et de M. Joachim Azan ; SAN-2024-06 - Décision de la Commission des sanctions du 11 juillet 2024 à l'égard de la société Inter Gestion REIM et de MM. Gilbert Rodriguez et Jean-François Talon ; SAN-2023-07 - Décision de la Commission des sanctions du 16 mai 2023 à l'égard de la société Apicap et de MM. Alain Esnault et Jérôme Lescure- SAN-2023-05 - Décision de la Commission des sanctions du 24 avril 2023 à l'égard de la société Melanion Capital et de M. Jad Comair- Décision de la Commission des sanctions du 5 septembre 2023 à l'égard de la société Horizon Asset Management et de MM. D et E.

6 SAN-2011-13 - Décision de la Commission des sanctions du 4 juillet 2011 statuant sur les griefs notifiés à MM. A, B, C et la société X.

ait pas été le mandataire social »<sup>7</sup>. Le second dirigeant effectif de la SGP, désigné dans le programme d'activité de la société, peut en effet ne pas être mandataire social : il doit alors être salarié de la SGP et habilité à exercer la détermination effective de l'orientation de l'activité de la société<sup>8</sup>.

La règle d'imputabilité automatique s'applique de manière objective au regard des seules fonctions du dirigeant effectif mis en cause, sans qu'il soit nécessaire de démontrer son implication personnelle dans ces manquements<sup>9</sup>.

Cette responsabilité de plein droit du dirigeant responsable repose sur une présomption de responsabilité<sup>10</sup>. Le Conseil d'Etat a jugé à de multiples reprises, qu'« Il résulte de la combinaison de ces dispositions [article L. 621-15, article L. 532-9, II du code monétaire et financier, article 60 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission] que celles-ci font reposer sur le dirigeant effectif d'une société de gestion de portefeuille la responsabilité d'en garantir la gestion saine et prudente et le respect de ses obligations professionnelles. Il en découle notamment que la commission des sanctions peut, après avoir constaté des manquements commis par une telle société aux règles de bonne conduite, imputer les mêmes manquements à son dirigeant, en cette qualité, dès lors que ce dernier ne fait pas valoir de circonstances particulières qui auraient fait obstacle à ce qu'il exerçât ses responsabilités »<sup>11</sup>.

Le dirigeant effectif n'a pas seulement l'obligation de s'assurer que la SGP se conforme à ses obligations professionnelles<sup>12</sup> : c'est lui qui détermine la conduite de l'activité de la SGP, qui évalue et remet en question les décisions des instances dirigeantes<sup>13</sup>. Doté de tous les pouvoirs requis à cette fin<sup>14</sup>, il est tenu d'exercer ces pouvoirs et de s'investir pleinement dans cette mission<sup>15</sup>. Dès lors, les obligations professionnelles qui incombent au dirigeant effectif, qui est une personne physique, recouvrent les obligations professionnelles de la société de gestion de portefeuille, qui est une personne morale : les manquements aux obligations professionnelles imputés à la SGP, personne morale, sont également imputables à ses dirigeants effectifs.

7 SAN-2016-14 - Décision de la Commission des sanctions du 17 novembre 2016 à l'égard de la société LMBO et de MM. A et B, visant l'ancien article 313-6 du RGAMF, applicable à l'époque des faits.

8 Cf. supra.

9 SAN-2025-11 - Décision de la commission des sanctions du 10 décembre 2025 à l'égard de la société Novaxia Investissement et de M. Joachim Azan.

10 Cf CE, Chambres réunies, 17 Février 2023 – n° 445507, conclusions M. Stéphane Hoynck, Rapporteur public p. 5.

11 CE, 6e chambre, 30 Déc. 2021 (n° 437950), RDBFin mars 2022, comm. 66 note M. Storck ; CE, Société Euroland Finance et Fiorentino, 28 mars 2011 (n°316521-316610) ; CE Nestadio Capital, 17 Février 2023 (n° 445507).

12 Art. 321-35 RG AMF al. 1er ; cette obligation de contrôle s'applique aux dirigeants de la SGP et à son instance de surveillance.

13 règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission considérant 42.

14 cf. article 321-35 du RG AMF et article 60 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission.

15 V. en ce sens AMF sanct., 1re sect., 18 juill. 2016, Société Sunny Asset Management et M. J.-Y. G, BJB oct. 2016, n° 11616, p. 430 : faute pour le dirigeant effectif d'avoir pleinement exercé son rôle, la société de gestion n'a pas été dirigée par deux dirigeants effectifs au cours d'une période contrôlée ; le manquement aux articles L. 532-9 II 4° du code monétaire et financier et 312-6 du règlement général de l'AMF relevé à l'encontre de la société de gestion est également imputable au second dirigeant effectif.

## II – Imputabilité automatique au dirigeant effectif des griefs notifiés à la société de gestion

Lorsque le collège de l'AMF décide l'ouverture d'une procédure de sanction, la notification de griefs aux personnes concernées « doit indiquer les principaux agissements qui sont reprochés à la personne mise en cause, ainsi que la nature des obligations méconnues, afin de lui permettre de se défendre en présentant ses observations »<sup>16</sup>.

Sur le plan procédural, ce sont les mêmes griefs que ceux notifiés à la SGP qui sont notifiés au dirigeant effectif.

Il a été considéré que « sous réserve qu'ils soient caractérisés, les manquements objet des poursuites peuvent donc bien être imputés, non seulement à la personne morale, mais aussi aux personnes physiques visées par les griefs ; qu'ainsi, contrairement à ce qu'ils soutiennent, MM. Y. et Z. sont susceptibles de se voir reprocher, en qualité de dirigeants responsables, membres du directoire de la société X., des manquements aux règles de bonne conduite sans que puissent y faire obstacle ni les termes de leur contrat de travail au titre de leurs fonctions opérationnelles propres ni la considération que, dans la présente procédure, le troisième dirigeant n'ait pas été poursuivi »<sup>17</sup>. Les manquements retenus à l'encontre d'une société de gestion sont également imputables à ses dirigeants effectifs sans qu'il y ait lieu de procéder à une nouvelle analyse des griefs à leur égard<sup>18</sup>.

Selon la jurisprudence de la Commission des sanctions de l'AMF, dans la notification des griefs adressée au dirigeant responsable, il n'est pas fait mention d'un manquement à l'obligation de contrôle et de surveillance : il est précisé que les manquements à ses obligations professionnelles retenus à l'encontre d'une SGP sont « également imputables » à ses dirigeants<sup>19</sup>. « Il résulte de la combinaison des dispositions des articles L. 532-9 du code monétaire et financier et 60 du règlement délégué 231/2013 que les manquements d'une société de gestion de portefeuille sont imputables à ses dirigeants responsables. Ces dispositions ne prévoient pas de condition tenant à l'implication personnelle de ces dirigeants dans ces manquements »<sup>20</sup>.

Le Conseil d'Etat considère que la Commission des sanctions de l'AMF n'est pas tenue de faire apparaître les motifs

16 CE, 6e, 1re ch. réunies, 19 juill. 2017, n° 397990.

17 SAN-2008-17 - Décision de la Commission des sanctions du 24 janvier 2008 à l'égard de la société X et de MM. Y ET Z.

18 SAN-2020-14 - Décision de la Commission des sanctions du 18 décembre 2020 à l'égard de la société Skylar France et de M. Cédric Chaboud.

19 SAN-2017-02 - Décision de la Commission des sanctions du 22 février 2017 à l'égard de la société La Financière Desselligny et de MM. A et B

20 SAN-2025-09 - Décision de la commission des sanctions du 15 septembre 2025 à l'égard de la société Altaroc Partners (anciennement Amboise Partners SA) et de MM. Maurice Tehenio et Patrick de Giovanni ; dans le même sens, SAN-2024-10 - Décision de la Commission des sanctions du 4 novembre 2024 à l'égard des sociétés Smart Tresor Conseil, Entrepreneur Invest, Eurotitrisation, Caceis Bank venant aux droits de Caceis Investor Services Bank France (anciennement RBC Investor Services Bank France), de Mme Edith Lusson et de MM. Jean-Yves Bajon, Romain Bertrand, Frédéric Zablocki et Julien Leleu.

ayant conduit à retenir la responsabilité personnelle du dirigeant de la SGP : il lui suffit d'énoncer les dispositions de l'article 321-35 du RGAMF [ou de l'article 60 du règlement délégué 231/2013] relatif à la responsabilité des dirigeants et d'en déduire que les manquements identifiés préalablement et précisément dans sa décision sont également imputables au dirigeant<sup>21</sup>.

La mise en cause des dirigeants effectifs relève toutefois de l'appréciation du collège de l'AMF, qui dispose d'un pouvoir discrétionnaire pour déterminer les personnes poursuivies<sup>22</sup>. La circonstance qu'un seul dirigeant effectif soit poursuivi ne caractérise ni un défaut d'impartialité ni un manquement à l'obligation d'instruction à charge et à décharge<sup>23</sup>.

À l'inverse, les personnes intervenant dans la direction ou le fonctionnement de la société de gestion sans avoir la qualité de dirigeant effectif ne peuvent voir leur responsabilité engagée qu'en cas de manquement personnel, directement

imputable à l'exercice des pouvoirs qui leur étaient conférés<sup>24</sup>.

La jurisprudence distingue ainsi clairement la responsabilité de plein droit des dirigeants effectifs de la responsabilité personnelle des salariés ou dirigeants non effectifs, fondée sur la caractérisation de fautes propres<sup>25</sup>.

**Conclusion** - La responsabilité disciplinaire des dirigeants effectifs des sociétés de gestion de portefeuille repose sur une appréciation fonctionnelle et objective : investis des pouvoirs de détermination effective de l'activité, ils répondent de plein droit des manquements de la société de gestion à ses obligations professionnelles, indépendamment de toute démonstration d'une implication personnelle. Ce régime, consacré tant par les textes que par une jurisprudence constante de la Commission des sanctions de l'AMF et du Conseil d'État, constitue un pilier de la gouvernance prudentielle des sociétés de gestion, en assurant une responsabilisation directe et effective de ceux qui en orientent l'activité. ■

21 CE, 6e, 1 re ch. réunies, Société 2000 Patrimoine Finance, 3 févr. 2017, n° 387581, visant l'ancien article 313-6 du RGAMF, applicable à l'époque des faits.

22 SAN-2025-11 - Décision de la commission des sanctions du 10 décembre 2025 à l'égard de la société Novaxia Investissement et de M. Joachim Azan ; SAN-2024-09 - Décision de la Commission des sanctions du 12 septembre 2024 à l'égard de la société Sogenial Immobilier et de M. Jean-Marie Souclier ; SAN-2019-11 - Décision de la Commission des sanctions du 25 juillet 2019 à l'égard de la société Forest Invest et de Monsieur A.

23 SAN-2019-11 - Décision de la Commission des sanctions du 25 juillet 2019 préc.

24 En ce sens, cf CE conclusions N. Agnoux, Rapporteur public N° 471548, 471744 Société H2O, MM. D. et F. 6ème et 5ème chambres réunies, Séance du 30 avril 2025 Décision du 13 juin 2025, p. 18.

25 SAN-2015-01 - Décision de la Commission des sanctions du 23 décembre 2014 à l'égard de la société 2020 Patrimoine Finance et de MM. A et Claude Hadjadj et CE 3 Février 2017 (n° 387581) ; SAN-2015-02 - Décision de la Commission des sanctions du 12 janvier 2015 à l'égard de la société Raymond James Asset Management International et de MM. A et B.

# L'obligation de détection des abus de marché à l'épreuve de l'effectivité des dispositifs de surveillance

Auteur(s)



**Maxime Galland**

Avocat à la Cour chez KPMG, docteur en droit

**E**n quelques lignes - Dans une décision du 20 janvier 2026, la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers sanctionne un prestataire de service d'investissement pour divers manquements à ses obligations professionnelles, une sanction non anodine porteuse d'enseignements.

## Introduction

Les décisions de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers relatives aux obligations de prévention et de détection des abus de marché demeurent quantitativement limitées, mais leur portée normative n'en est que plus éclairante. Depuis l'entrée en application du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (MAR), les décisions rendues par les homologues européens de l'AMF restent peu nombreuses et moins sévères<sup>1</sup>. La commission des sanctions a quant à elle progressivement précisé les contours d'une obligation de surveillance qui ne saurait être satisfaite par la seule existence formelle d'outils ou de procédures, mais suppose leur effectivité opérationnelle<sup>2</sup>.

La décision rendue le 20 janvier 2026 à l'encontre de la société MS Paris et de son dirigeant s'inscrit dans cette ligne jurisprudentielle. Elle concerne un prestataire de services d'investissement agréé pour la fourniture du service de réception/transmission d'ordres sur actions et dérivés actions, activité qui, par nature, expose l'établissement à un risque élevé d'abus de marché commis par la clientèle. Ce risque avait été expressément identifié lors de la procédure d'agrément, l'AMF ayant subordonné l'autorisation délivrée à la mise en place d'un dispositif automatisé de détection des abus de marché, conformément aux exigences des articles 16 et 17 du règlement MAR et du règlement délégué (UE) 2016/957 du 9 mars 2016<sup>3</sup>.

L'intérêt de la décision réside dans l'analyse approfondie que

la commission opère quant à l'effectivité du dispositif de surveillance, tant sous l'angle des outils de détection mutualisés au sein d'un groupe que de la gouvernance et du contrôle interne. L'occasion dans un premier temps de revenir sur les carences caractérisées affectant le dispositif mis en œuvre (I). L'occasion ensuite, de tirer les enseignements de cette décision en matière de gestion du risque MAR et d'adaptation des dispositifs de conformité (II).

## I. Des carences caractérisées dans la mise en œuvre des obligations de détection des abus de marché

Il ressort de la décision rapportée que l'AMF retient une approche substantielle de l'obligation de détection des abus de marché en cohérence avec la doctrine interne et européenne selon laquelle les dispositifs de surveillance doivent être « adaptés à la nature, à l'échelle et à la complexité des activités exercées »<sup>4</sup>.

### A. L'ineffectivité sanctionnée des outils de surveillance et la gestion défaillante des faux positifs

Un abus de marché peut être caractérisé par tout comportement illicite commis sur un marché financier par lequel il convient d'entendre les opérations d'initiés, la divulgation illicite d'informations privilégiées et les manipulations de marché. Les opérations d'initié ne sont pas les seules concernées par les mesures de surveillance.

L'un des griefs centraux tenait en l'espèce à l'inefficacité du logiciel de surveillance utilisé par un prestataire de service d'investissement français qui externalisait auprès de sa maison-mère londonienne un outil de détection des opérations d'abus de marché. La commission relève que l'outil ne permettait pas de distinguer les transactions propres à l'entité française de celles de sa maison-mère étrangère. Le paramétrage non spécifique à l'entité française contribuait ainsi à générer un volume important de faux positifs et, entraînait corrélativement une incapacité à faire émerger des alertes pertinentes.

<sup>1</sup> CONSOB, 10 juill. 2024, n°23198, ING Bank N. V. Milan Branch. : violation de l'article 16,2 MAR en raison d'un retard de 13 mois de la STOR (60ke de sanction). CNMV, 14 déc. 2022, n°22462, Renta 4 Banco, S.A. : absence de STOR en matière de manipulation de marché (40ke de sanction). CNMV, 21 déc. 2023, n°26721, Renta 4 Banco, S.A. : absence de STOR en matière d'initié (100ke de sanction). BaFin, 10 nov. 2022, Landesbank Baden-Württemberg. : absence de STOR (498ke de sanction). V. aussi, BaFin, 31 mars 2025, AKBANK AG. : absence de dispositif de prévention MAR (395ke de sanction). CCSF, 04 mai 2022, Fuchs & Associés Finance SA. : insuffisance du dispositif de détection (412ke de sanction).

<sup>2</sup> AMF, sanct., 18 déc. 2025, SAN-2025-12.

<sup>3</sup> Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché, p. 1. L'obligation de notifier les opérations suspectes concerne les entreprises qui organisent ou exécutent des transactions à titre professionnel ainsi que les opérateurs de marché et entreprises d'investissement qui gèrent une plateforme de négociation.

<sup>4</sup> ESMA, « Report on STORs », juill. 2024 ; AMF, sanct., 2 juin 2015, SAN-2015-11. : avec plus d'un milliard d'euros d'actifs sous gestion pouvant donner lieu à la commission d'abus de marché et plus de mille clients concernés, la mise en place d'un système informatique fiable et opérationnel de détection des opérations suspectes était nécessaire à l'accomplissement de sa mission de contrôle par la mise en cause, au moins au second niveau.

Cette analyse s'inscrit dans une jurisprudence établie<sup>5</sup> selon laquelle la prolifération de faux positifs constitue un indice de dysfonctionnement du dispositif de surveillance lorsqu'elle conduit, en pratique, à neutraliser la capacité de détection des comportements suspects<sup>6</sup>.

Afin de pallier ce type de défaillance, l'AMF avait suggéré dans le cadre de son contrôle SPOT dédié à « réaliser le « back-testing » d'un échantillon de transactions passées afin de vérifier la pertinence des scénarios paramétrés dans le système informatique de surveillance automatisée des transactions »<sup>7</sup>. De ce cadre pédagogique ressortait très nettement un constat éclairant sur le paramétrage des outils utilisés. L'échantillon contrôlé montrait que ce paramétrage ciblait « prioritairement les cas (i) de concentration d'opérations inhabituelles sur un instrument financier donné, (ii) de répétition inhabituelle d'une transaction sur une période ciblée et (iii) de transactions inhabituelles avant diffusion d'informations au public ». Du reste, l'AMF relevait comme bonne pratique la mise en œuvre d'un processus formel de modification des règles et seuils d'alertes paramétrés, fondé sur une revue périodique de leur pertinence et adéquation aux évolutions de l'activité de la SGP et des risques associés. Une telle formalisation faisait défaut dans le dispositif du PSI sanctionné.

La commission rappelle ici que l'absence de déclaration d'ordres ou de transactions suspectes, indépendamment de la démonstration d'un abus effectivement réalisé, caractérise en elle-même un manquement aux obligations prévues par l'article 16 du règlement MAR, position également retenue par l'ESMA dans son rapport annuel sur les STOR<sup>8</sup>.

À ces insuffisances s'ajoutaient des lacunes documentaires significatives : l'absence de formalisation des scénarios de détection et de justification des paramètres retenus privait l'établissement de toute capacité à démontrer la pertinence de son dispositif ; en contradiction avec les exigences de traçabilité rappelées tant par l'AMF que par l'ESMA.

## B. Des défaillances structurelles de gouvernance et de contrôle interne

Au-delà de l'appréciation des outils eux-mêmes, la commission met en lumière des défaillances profondes de gouvernance du PSI sanctionné. L'absence, sur une période prolongée, d'un Responsable de la Conformité pour les Services d'Investissement

exerçant ses fonctions à temps plein a été qualifiée de manquement grave, d'autant plus qu'il s'agissait d'une condition expresse du programme d'activité validé lors de l'agrément.

Cette position de l'AMF perpétue la jurisprudence rappelant que la fonction conformité constitue une fonction clé dont l'exercice effectif ne saurait être dilué sans porter atteinte au système de gouvernance<sup>9</sup>. Rappelons, que les entreprises d'investissement soumises à l'obligation de déclaration doivent non seulement disposer de ressources dédiées à cette mission<sup>10</sup> mais aussi former leurs collaborateurs à la détection des opérations douteuses<sup>11</sup> et rester en capacité d'opérer une analyse humaine pour effectuer un tri parmi les données sélectionnées automatiquement<sup>12</sup>.

La commission pointe également une évidence s'agissant des procédures internes, elle rappelle que la signature par les dirigeants constitue l'acte fondateur de l'existence juridique d'une procédure. Cette exigence, déjà mise en avant dans plusieurs décisions antérieures, appuie l'importance attachée à l'appropriation effective des dispositifs par les organes dirigeants et la mise en place de contrôles de 1er et 2nd niveau efficaces<sup>13</sup> et d'une piste d'audit robuste<sup>14</sup> que de simples échanges ne sauraient remplacer<sup>15</sup>.

Enfin, en cas d'externalisation partielle de la fonction conformité n'était assortie d'aucun dispositif de contrôle effectif du prestataire, en contradiction avec les principes dégagés par l'AMF à l'occasion de ses contrôles thématiques SPOT sur l'externalisation du contrôle interne<sup>16</sup> ou sur les dispositifs de prévention des abus de marché<sup>17</sup>. La commission rappelle ainsi que l'externalisation ne saurait emporter transfert de responsabilité ; le PSI demeurant tenu de conserver la maîtrise et le contrôle des fonctions déléguées. Rappelons que si le RCSI est souvent au centre du dispositif, peuvent être

5 AMF, comp., 2 juill. 2024, TRA-2024-10. Les griefs portaient sur le défaut de dispositif de prévention des abus de marché (art. 16 du Règlement n° 596/2014 et art. 2 (1.a), 3 (1) et 4 du Règlement délégué (UE) n° 2016/597 du 9 mars 2016 relatif au STOR) et sur le caractère non opérationnel de la procédure de prévention des abus de marché (en raison de l'absence de formation et de sensibilisation à ses collaborateurs en matière de prévention des abus de marché) et aux défaillances du dispositif de contrôle en matière de prévention des abus de marché (en raison de mesures de contrôles de deuxième niveau insuffisantes et en l'absence de contrôles périodiques), (art. 16 du Règlement n° 596/2014 et art. 2 (1.a), 3 (1) et 4 du Règlement délégué n° 2016/597) entre le 10 février et le 31 décembre 2022.

6 AMF, sanct., 22 janv. 2026, SAN-2026-02, communiqué.

7 AMF, « Synthèse relative à la campagne de contrôles SPOT menée sur le dispositif de lutte contre les abus de marché en place au sein des sociétés de gestion de portefeuille », juill. 2022, notamment p. 38.

8 ESMA, « Report on STORs », juill. 2024.

9 AMF, sanct., 5 janv. 2026, SAN-2026-01.

10 AMF, sanct., 1er oct. 2014, SAN-2014-17.

11 Art. 4, Règlement (UE) n°2016/957 du 9 mars 2016 relatif à la prévention, détection et déclaration des opérations suspectes. ; AMF, sanct., 4 août 2021, SAN-2021-14. : le dispositif de détection des abus de marchés des sociétés mises en cause était à l'époque des faits défaillant, étant donné la formation insuffisante de leur négociateur et leur gérant, le paramétrage inadéquat de leur logiciel de détection s'agissant de trois contrôles, et la prise en compte insuffisante d'une demande formulée par Eurex qui aurait dû les alerter.

12 AMF, sanct., 22 juill. 2014, SAN-2014-16.

13 AMF, sanct., 5 mai 2011, SAN-2011-10. V. aussi AMF, sanct., 16 avril 2015, SAN-2015-08. ; le prestataire n'a pas procédé aux déclarations d'opérations suspectes mises au jour par l'un de ses sales traders, sur lesquels reposaient la quasi-intégralité des contrôles de premier niveau devant conduire à l'information du service de conformité. Il ne s'était pas doté d'une organisation et de procédures réglementaires.

14 AMF, sanct., 21 décembre 2022, SAN-2022-12. : le RCCI d'une SGP a pour mission de veiller au respect par les dirigeants et salariés de la procédure de déclaration des opérations suspectes ainsi que de conserver une trace des rapports effectués lors de l'analyse des opérations suspectes. Or, il ressort de l'analyse des pièces du dossier qu'aucun élément ne permet d'attester de la réalisation de telles diligences. Dès lors, le RCCI a manifestement manqué à son obligation de sensibiliser les collaborateurs en la matière et de veiller au respect des procédures permettant de contribuer à intercepter et à encadrer les « abus de marchés », comme l'impose la procédure en cause.

15 AMF, sanct., 24 avril 2023, SAN-2023-05. : si la société de gestion établit l'existence d'une remontée d'information, ces échanges ne permettent pas de pallier l'absence de formalisation et de documentation du processus d'alerte et des mesures de remédiation. La société de gestion n'a dès lors pas disposé d'un processus d'alerte correctement formalisé et efficace au regard des dispositions de l'article 39.1 c) à e) du Règlement délégué (UE) n° 231/2013 du 19 décembre 2012 relatif aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

16 AMF, « Synthèse des contrôles SPOT sur l'externalisation du contrôle interne », nov. 2020.

17 AMF, « Synthèse relative à la campagne de contrôles SPOT menée sur le dispositif de lutte contre les abus de marché en place au sein des sociétés de gestion de portefeuille », juill. 2022.

déléguées (y compris à la conformité de la maison-mère) la définition et la revue des règles d'alertes (scénarios et seuils), le paramétrage des règles dans l'outil, l'instruction des alertes automatisées. La décision rappelle que la délégation de ces fonctions ne dispense pas de profiler le dispositif selon les caractéristiques propres à l'activité de déléguant.

## II. Les enseignements de la décision : vers une exigence renforcée d'effectivité des dispositifs MAR

Par-delà la sanction prononcée, la décision rappelle que la conformité ne saurait se limiter à des exigences purement formelles ; elle doit être pleinement opérationnelle. Les entités concernées ont intérêt à recourir à des solutions avancées afin de maîtriser leur niveau de risque.

### A. Une vigilance accrue pour les activités de trading sur instruments complexes

L'exigence d'adéquation entre la nature des activités exercées et les dispositifs de surveillance déployés est une évidence pourtant maintes fois rappelée. Les activités de trading sur actions et dérivés actions, caractérisées par la complexité des instruments et la rapidité d'exécution, appellent une vigilance accrue, conformément à l'approche fondée sur les risques consacrée par le règlement MAR et reprise par l'ESMA dans ses lignes directrices.

La commission rappelle implicitement que la prévention des abus de marché ne saurait être appréhendée comme une obligation purement formelle. Elle doit s'inscrire au cœur de la stratégie de conformité de l'établissement, à l'instar de ce qui est exigé en matière de LCBFT, où la déclaration de soupçon constitue l'aboutissement d'un processus structuré de gestion des alertes.

Quel enseignement tirer ? Un PSI agissant en réception-transmission d'ordres doit disposer d'un dispositif de surveillance propre, adapté à sa clientèle et aux instruments traités, sans pouvoir s'en remettre à son *executing broker*<sup>18</sup>. Cette exigence n'implique sans doute pas une duplication intégrale des scénarios de surveillance. En pratique, ce prestataire qui est en contact direct avec ses clients, sera le mieux placé pour détecter des ordres atypiques au regard de leur profil, contrairement à l'*executing broker*, en particulier lorsque les flux ne sont pas identifiés distinctement. Il convient donc de positionner les filtres pertinents au niveau approprié de la chaîne et de les calibrer en fonction du type de clientèle.

Les moyens humains et la gestion des fausses alertes constituent des exigences quotidiennes au cœur des enjeux de

supervision. Pour y répondre, les analyses des alertes, notamment en environnement de type « bac à sable », révèlent fréquemment des calibrages inadaptés. Atteindre un degré de conformité satisfaisant implique sans doute de revoir régulièrement les scénarios et paramètres et surtout, de pouvoir les ajuster en fonction de la volatilité des marchés. Ces ajustements doivent être strictement encadrés par une documentation afin d'écartier toute suspicion d'ajustement motivé par des considérations de confort opérationnel.

### B. L'apport des technologies de conformité et la responsabilité persistante du PSI

Si la décision ne fait pas explicitement référence à l'intelligence artificielle ou aux outils de surveillance avancés, elle s'inscrit dans un mouvement doctrinal plus large relatif aux « outils de la compliance », tel qu'analysé par la doctrine et les autorités européennes.

La commission rappelle avec constance que le recours à des solutions technologiques, aussi sophistiquées soient-elles, ne saurait exonérer le PSI de sa responsabilité, position également affirmée par l'ESMA dans ses travaux relatifs à l'adaptation des dispositifs MAR aux nouveaux environnements de marché.

Chacun sait que la mise en place d'un outil n'est en soi pas suffisante pour remplir l'obligation de disposer d'un dispositif opérationnel. L'AMF examine les conditions dans lesquelles l'outil permet de remplir une obligation de détection et de déclaration des abus de marché. On mesure l'importance d'un paramétrage adéquat et d'une technologie cohérente avec les flux de données et la nature de l'activité exercée.

Dans cette perspective, on soulignera que la conformité à l'article 16 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 (MAR) ne peut reposer sur un simple outil d'analyse ponctuel. Elle suppose l'existence d'une architecture opérationnelle structurée permettant d'organiser l'ensemble du processus de surveillance et de traitement des alertes. Un tel dispositif implique notamment :

- Une surveillance formalisée des opérations,
- Une méthodologie homogène de qualification des alertes,
- La formalisation des décisions prises,
- L'historisation systématique des traitements réalisés,
- Ainsi que la capacité de produire, à tout moment, un dossier complet retraçant l'analyse d'une alerte.

C'est dans cette logique organisationnelle que sont actuellement développés des dispositifs de monitoring qui structurent l'ensemble du cycle de traitement des alertes, dès la détection jusqu'à la décision finale, en intégrant des mécanismes d'évaluation standardisés, un processus décisionnel encadré et une traçabilité complète des interventions humaines. Chaque décision est formalisée, horodatée et conservée. Cette organisation permet de reconstituer fidèlement le

<sup>18</sup> AMF, comp., 27 nov.2017, TRA-2018-03. : accords de composition administrative conclus avec les sociétés BNP Paribas, BNP Paribas Arbitrage et Portzamparc société de Bourse. Cette triple composition administrative illustre les risques liés à une telle délégation, l'*executing broker*, intégré à CIB, n'ayant pas calibré ses filtres pour une clientèle de détail. Plus précisément, le Collège y relevait notamment que dans le système mis en place au niveau du groupe, « les scénarios et les filtres étaient paramétrés globalement et ne faisaient l'objet d'aucune adaptation en fonction des spécificités des entités ayant recours au dispositif de détection automatisée. »

processus d'analyse et d'assurer la réalisation de contrôles a posteriori sur la base d'une piste d'audit documentée. Si ce type de dispositif ne dispense pas de l'exercice du jugement humain ni n'élimine tout risque réglementaire, il contribue en revanche à démontrer l'existence de dispositifs, systèmes et procédures effectifs, adaptés et contrôlables, autant d'éléments déterminant de l'appréciation par le régulateur du respect des obligations professionnelles prévues à l'article 16 du règlement MAR.

Si le recours aux solutions digitalisées fortement automatisées n'est pas en soi une exigence expresse des textes européens<sup>19</sup>, il n'en demeure pas moins que pour satisfaire à leurs obligations professionnelles, les entités concernées doivent non seulement envisager le développement de logiciels performants mais surtout s'assurer que l'outil utilisé rend parfaitement opérationnel leur dispositif. C'est l'un des rappels posés par cette décision : le PSI demeure toujours responsable dans un contexte de délégation de fonction de surveillance des abus de marché. Les mesures systèmes et procédures annoncées dans le programme d'activité doivent être mise en pratique grâce à un outil performant.

La décision n'évoque pas explicitement l'utilisation de l'intelligence artificielle ou de solutions dynamiques de croisement d'information pour la détection des abus de marché. Toutefois, la littérature spécialisée la plus récente reconnaît l'intérêt de ces technologies pour améliorer la détection des manquements, notamment par leur capacité à analyser de grands volumes de données, à réduire les faux positifs et à

permettre un croisement dynamique des informations issues de différentes sources.

L'intégration de telles solutions apparaît comme un investissement stratégique pour renforcer l'efficacité des dispositifs de conformité et limiter l'exposition aux risques de sanction. Le niveau élevé de sanction suggère d'ailleurs que si les outils de conformité représentent un coût non négligeable, leur absence ou leur inadéquation expose à des risques bien supérieurs en termes de sanctions financières et de réputation. Dans le cas d'espèce, outre le prononcé d'un avertissement, MS Paris a été sanctionnée à hauteur de 700 000 euros et son dirigeant à 150 000 euros, pour des manquements, présentés comme graves, à ses obligations professionnelles, cette même gravité des faits a certainement conduit le collègue à ne pas proposer la voie transactionnelle.

## Conclusion

La décision MS Paris illustre avec une particulière netteté l'exigence d'effectivité attachée aux obligations de prévention et de détection des abus de marché. Elle confirme que l'inefficacité globale du dispositif de surveillance (qu'elle résulte de carences techniques, organisationnelles ou humaines), conduit le régulateur à considérer que l'établissement n'a pas été en mesure de satisfaire à son obligation de déclaration des ordres et transactions suspectes au sens du règlement MAR.

Surtout, on comprend dans une logique de groupe que le recours mutualisé à un logiciel unique demeure possible s'il permet une analyse individualisée de l'activité du PSI tenue de ces obligations. Toutefois, l'externalisation des fonctions de conformité par un PSI auprès de sa société mère ne dispense pas d'élaborer un dispositif opérationnel de l'externalisation des missions de conformité des contrôles associés. ■

<sup>19</sup> AMF, sanct., 1er oct. 2014, SAN-2014-17. Si la réglementation n'impose pas de recourir obligatoirement à des contrôles automatisés, le prestataire de services d'investissement doit disposer en permanence de moyens, notamment humains et matériels, et d'un dispositif de conformité en adéquation avec l'activité exercée. Dans le même sens, v. AMF, sanct., 29 juill. 2013, SAN-2013-20. : s'il est exact que la réglementation n'impose pas au dépositaire de recourir obligatoirement à des contrôles automatisés, pas plus qu'elle ne lui interdit de réaliser des contrôles par sondage, celui-ci doit disposer « en permanence de moyens, notamment humains et matériels, d'un dispositif de conformité et de contrôle interne, d'une organisation et de procédures en adéquation avec l'activité exercée ».

# Rubrique

# PROCÉDURES

Sous la supervision d'Antoine Juaristi, Marine de Montecler et Arnaud Raynouard

Chronique

## Actualités procédurales devant l'AMF : développements récents sur le droit de se taire et la compétence

*Première partie - Droit de se taire devant l'AMF : des évolutions notables mais encore insuffisantes*

Auteur(s)



**Marine de Montecler**

Avocate au barreau de Paris, Counsel, Hogan Lovells



**Emma Cugini**

Juriste

**Points clés.** À l'occasion de deux décisions rendues en 2025, le Conseil constitutionnel précise les contours du droit de se taire dans les procédures menées devant l'Autorité des marchés financiers, en opérant une distinction nette entre phase d'enquête et phase de sanction. Si l'absence de notification de ce droit est jugée conforme à la Constitution lors de la phase d'enquête, elle est en revanche censurée au stade de la procédure de sanction. Si cette consécration d'un droit de se taire « à géométrie variable » marque une avancée notable dans la protection des justiciables, elle n'en révèle pas moins une ligne de partage discutable.

**1.** Composante fondamentale du droit à un procès équitable et corollaire de la présomption d'innocence, le droit de se taire a été consacré de longue date tant au niveau national<sup>1</sup> qu'international<sup>2</sup>. Selon la Cour européenne des droits de l'Homme (ci-après « CEDH »), « le droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination et le droit de garder le silence sont des normes internationales généralement reconnues qui sont au cœur de la notion de procès équitable. Ils ont notamment pour finalité de protéger l'accusé contre une coercition abusive de la part des autorités et, ainsi, d'éviter les erreurs judiciaires et d'atteindre les buts de l'article 6 de la Convention [...]. Le droit de ne pas s'incriminer soi-même concerne le respect de la détermination d'un accusé à garder le silence et

*présuppose que, dans une affaire pénale, l'accusation cherche à fonder son argumentation sans recourir à des éléments de preuve obtenus par la contrainte ou des pressions, au mépris de la volonté de l'accusé [...] »<sup>3</sup>.*

**2.** Longtemps cantonné aux procédures pénales *stricto sensu*, le droit de se taire connaît depuis plusieurs années une extension notable. Sous l'influence de la jurisprudence européenne, qui définit la matière pénale de manière autonome<sup>4</sup>, le droit de se taire a aujourd'hui vocation à s'appliquer à de nombreuses procédures disciplinaires et administratives. Le Conseil constitutionnel a ainsi rappelé en 2023 qu'« [aux] termes de l'article 9 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 : 'Tout homme étant présumé innocent jusqu'à ce qu'il ait été déclaré coupable, s'il est jugé indispensable de l'arrêter, toute rigueur qui ne serait pas nécessaire pour s'assurer de sa personne doit être sévèrement réprimée par la loi'. Il en résulte le principe selon lequel nul n'est tenu de s'accuser, dont découle le droit de se taire. Ces exigences s'appliquent non seulement aux peines prononcées par les juridictions répressives mais aussi à toute sanction ayant le caractère d'une punition. »<sup>5</sup>.

**3.** Les deux décisions ci-après commentées s'inscrivent dans cette droite lignée. Durant l'année 2025, le Conseil constitutionnel a en effet été saisi par deux fois de la constitutionna-

<sup>1</sup> Celui-ci est ainsi protégé par l'art. 9 DDHC, ainsi que par l'art. préliminaire du code de procédure pénale.

<sup>2</sup> Plusieurs textes conventionnels sont venus expressément consacrer le droit de se taire comme faisant partie intégrante du droit à un procès équitable : (i) art. 6 CESDHLF ; (ii) art. 14§3, g<sup>o</sup> du Pacte des Nations Unies sur les droits civils et politiques ; (iii) art. 7 Directive (UE) n<sup>o</sup> 2016/343 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 ; et (iv) arts. 47 et 48 de la Charte des droits fondamentaux de l'UE.

<sup>3</sup> CEDH, 14 oct. 2010, n<sup>o</sup> 1466/07, Brusco c. France, §44 ; v. aussi CEDH, 17 déc. 1996, n<sup>o</sup> 19187/91, Saunders c. Royaume-Uni, §68.

<sup>4</sup> Sur les critères retenus par la CEDH afin d'entrer ou non dans le champ de la matière pénale, v. CEDH, 8 juin 1976, n<sup>o</sup> 5100/71, Engels et autres c. Pays-Bas, §§80-82.

<sup>5</sup> Cons. const., 8 déc. 2023, n<sup>o</sup> 2023-174 QPC, M. Renaud N.

lité de la procédure devant l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF »), et ce à l'aune de la protection offerte par le droit de se taire. Si les solutions dégagées par les Sages méritent d'être remarquées (I.), le raisonnement adopté par le Conseil constitutionnel apparaît toutefois critiquable à certains égards (II.).

## I - La position adoptée par le Conseil constitutionnel

4. Le Conseil constitutionnel a eu l'occasion de se prononcer en 2025 sur la constitutionnalité de deux textes importants dans la pratique procédurale de l'AMF, les articles L. 621-12 et L. 621-15 du code monétaire et financier (ci-après « CMF »)<sup>6</sup>. Le contexte procédural dans lequel chacune de ces deux dispositions s'insère est différent : le premier de ces deux textes régit le droit de visite domiciliaire, qui peut intervenir au stade de l'enquête diligentée par les services de l'AMF, tandis que le second régit la procédure de sanction. L'un intervient donc aux prémices de la procédure, l'autre en bout de chaîne contentieuse.

5. Cette chronologie n'est pas anodine pour le comité des Sages qui fonde son analyse sur cette différence. Le Conseil constitutionnel estime ainsi que l'absence d'obligation de notification du droit de se taire ne pose pas de difficulté à l'occasion d'une visite domiciliaire (A.), alors qu'il juge cette lacune inconstitutionnelle au stade ultérieur de la procédure de sanction (B.).

### A - Notification du droit de se taire à l'occasion d'une visite domiciliaire (Non)

6. Six ans. C'est le temps qu'il a fallu attendre avant que la constitutionnalité des dispositions de l'article L. 621-12 du code monétaire et financier soit finalement examinée par le Conseil constitutionnel. Dans sa version en vigueur depuis l'ordonnance du 18 septembre 2019<sup>7</sup>, l'article L. 621-12 du CMF dispose « [p]our la recherche des infractions définies aux articles L. 465-1 à L. 465-3-3 et des faits susceptibles d'être qualifiés de délit contre les biens et d'être sanctionnés par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers en application de l'article L. 621-15, le juge des libertés et de la détention du tribunal judiciaire dans le ressort duquel sont situés les locaux à visiter peut, sur demande motivée du secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, autoriser par ordonnance les enquêteurs de l'autorité à effectuer des visites en tous lieux ainsi qu'à procéder à la saisie de documents et au recueil, dans les conditions et selon les modalités mentionnées aux articles L. 621-10 et L. 621-11, des explications des personnes sollicitées sur place ».

7. Cet article, en ce qu'il permet le recueil des explications des

personnes présentes lors des visites domiciliaires effectuées par les enquêteurs de l'AMF, a suscité de vives interrogations quant à l'éventuelle application du droit de se taire à ce stade de l'enquête. Grande absente des dispositions susvisées, la notification du droit de se taire apparaissait pourtant pertinente, alors que les déclarations des personnes concernées sont susceptibles d'être portées ultérieurement à la connaissance de la Commission des sanctions ou du juge pénal saisi du dossier, et peuvent donner lieu à leur mise en cause.

8. Plusieurs tentatives de question prioritaire de constitutionnalité avaient déjà émergé, notamment du côté du juge judiciaire. Par deux fois cependant, la Cour de cassation avait refusé de transmettre la question posée :

- elle l'avait une première fois exclue en 2018, au sujet des dispositions de l'article L621-10 du CMF, considérant que la question soulevée n'était ni nouvelle, ni sérieuse<sup>8</sup>. S'agissant du caractère non sérieux de la question posée, la chambre commerciale avait ainsi relevé que les pouvoirs laissés aux enquêteurs se limitaient à la demande de communication de documents professionnels nécessaires à l'enquête, sans pour autant leur conférer le pouvoir (i) ni d'exécution forcée pour obtenir l'ensemble de ces documents, (ii) ni d'audition, (iii) ni de perquisition ;
- la Cour de cassation avait par la suite réitéré son refus de transmission en 2024<sup>9</sup>, au sujet cette fois des dispositions visées ici, aux motifs pris qu'au cas d'espèce, aucune question n'avait été posée au requérant par les enquêteurs de l'AMF. De sorte que l'éventuelle inconstitutionnalité qui serait prononcée par le Conseil constitutionnel serait sans incidence sur la légalité de la décision objet du pourvoi.

9. Ces tentatives étant restées infructueuses pendant plusieurs années, le changement est venu du côté de l'autorité administrative. En effet, dans une décision du 27 décembre 2024, le Conseil d'État a accepté de transmettre la question posée au Conseil constitutionnel<sup>10</sup>. Relevant que le principe de présomption d'innocence implique le droit de ne pas s'auto-incriminer, le Conseil d'État considère que la question soulevée – en ce que les dispositions contestées méconnaîtraient l'article 9 de la Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen en ne prévoyant aucune notification du droit de se taire – présente un caractère sérieux.

La réponse du Conseil constitutionnel était donc attendue. C'était la première fois que le Comité des Sages devait se prononcer sur l'exigence d'une information au titre du droit de se taire, non dans le cadre d'une procédure pénale ou disciplinaire, mais dans le cadre d'une enquête administrative diligentée par les services habilités d'une autorité publique indépendante chargée d'une mission de régulation.

6 Cons. const., 21 mars 2025, n° 2025-1128 QPC, Association des avocats pénalistes (art. L. 621-12 CMF) ; Cons. const., 26 sept. 2025, n° 2025-1164 QPC, Société Eurotitrisation et autres (art. L. 621-15 CMF).

7 Ord. n° 2019-964 du 18 septembre 2019 prise en application de la loi n° 2019-222 du 23 mars 2019 de programmation 2018-2022 et de réforme pour la justice, art. 35.

8 Cass. com., 8 mars 2018, n° 17-23.223.

9 Cass. com., 10 juill. 2024, n° 24-10.054.

10 CE, 27 déc. 2024, n° 498210.

10. Dans une décision du 21 mars 2025<sup>11</sup>, les dispositions contestées ont été déclarées conformes à la Constitution. S'il rappelle à juste titre que le droit de se taire s'applique « non seulement aux peines prononcées par les juridictions répressives mais aussi à toute sanction ayant le caractère d'une punition », le comité des Sages indique en revanche que le droit de visite domiciliaire en cause vise uniquement à « rechercher la preuve d'agissements contraires à la loi pour les nécessités de l'enquête conduite par les agents de l'Autorité des marchés financiers ». Il ajoute que « le juge des libertés et de la détention vérifie que les éléments d'information en possession de l'Autorité sont de nature à justifier la visite », et qu'il « appartient en tout état de cause au juge compétent pour contrôler les opérations de visite et, le cas échéant, statuer sur leur régularité en cas de contestation, de s'assurer que le recueil des explications de la personne sollicitée sur place a lieu dans des conditions respectant la loyauté de l'enquête ». Le Conseil constitutionnel en conclut que l'article L. 621-12, alinéa 1er, du CMF « [n'a] pas pour objet et ne [saurait] avoir pour effet de permettre le recueil par les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers des explications d'une personne sur des faits pour lesquels elle serait mise en cause. [Il n'implique] donc pas que la personne sollicitée se voie notifier son droit de se taire. Par suite, la circonstance que les explications recueillies puissent porter sur des faits qui seraient susceptibles de lui être ultérieurement reprochés dans le cadre d'une procédure de sanction ouverte par cette autorité ou d'une procédure pénale ne saurait être contestée sur le fondement des exigences de l'article 9 de la Déclaration de 1789 ». La messe est dite.

11. Il en résulte, qu'à l'occasion d'une visite domiciliaire réalisée par les enquêteurs de l'AMF en application de l'article L. 621-12 du CMF, la notification du droit de se taire n'est pas applicable. Fort heureusement, il en va autrement au stade de la procédure de sanction.

## B - Notification du droit de se taire au stade de la procédure de sanction (oui)

12. L'enquête diligentée par les services de l'AMF est susceptible de conduire à l'ouverture d'une procédure de sanction sur demande du Collège de l'AMF. En effet, après examen du rapport d'enquête ou de contrôle et s'il estime que celui-ci est suffisamment probant, le Collège pourra faire le choix de notifier un ou plusieurs griefs aux personnes concernées. Cette notification de griefs marque formellement l'ouverture de la procédure de sanction. C'est dans ce contexte particulier que s'insère la seconde question prioritaire de constitutionnalité objet du présent commentaire.

13. Dans sa rédaction issue de la loi du 9 mars 2023<sup>12</sup>, l'article

L. 621-15, I du CMF disposait ainsi que « I. - Le collège examine le rapport d'enquête ou de contrôle établi par les services de l'Autorité des marchés financiers, ou la demande formulée par le président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. / Sous réserve de l'article L. 465-3-6, s'il décide l'ouverture d'une procédure de sanction, il notifie les griefs aux personnes concernées. Il transmet la notification des griefs à la commission des sanctions, qui désigne un rapporteur parmi ses membres. La commission des sanctions ne peut être saisie de faits remontant à plus de six ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction. Le point de départ de ce délai de prescription est fixé au jour où le manquement a été commis ou, si le manquement est occulte ou dissimulé, au jour où le manquement est apparu et a pu être constaté dans des conditions permettant l'exercice par l'Autorité des marchés financiers de ses missions d'enquête ou de contrôle. Dans ce dernier cas, le délai de prescription ne peut excéder douze années révolues. / Un membre du collège est convoqué à l'audience. Il y assiste sans voix délibérative. Il peut être assisté ou représenté par les services de l'Autorité des marchés financiers. Il peut présenter des observations au soutien des griefs notifiés et proposer une sanction. / La commission des sanctions peut entendre tout agent des services de l'autorité. / En cas d'urgence, le collège peut suspendre d'activité les personnes mentionnées aux a et b du II contre lesquelles des procédures de sanction sont engagées. / Si le collège transmet au procureur de la République le rapport mentionné au premier alinéa, le collège peut décider de rendre publique la transmission ». De son côté, le paragraphe IV du même article prévoyait que « IV. - La commission des sanctions statue par décision motivée, hors la présence du rapporteur. Aucune sanction ne peut être prononcée sans que la personne concernée ou son représentant ait été entendu ou, à défaut, dûment appelé ».

14. Là encore, la notification du droit de se taire n'était pas prévue par ces dispositions. Cette absence a donc conduit au dépôt d'une seconde question prioritaire de constitutionnalité dans le courant de l'année 2025. Le juge administratif en a de nouveau été la courroie de transmission. Par une décision du 24 juin 2025<sup>13</sup>, le Conseil d'État a ainsi accepté de transmettre au Conseil constitutionnel – pour partie à tout le moins<sup>14</sup> – la question soulevée. S'agissant des paragraphes I et IV de l'article L. 621-15 du CMF, le Conseil d'État relève que ces dispositions sont applicables au litige et susceptibles d'aboutir à une sanction ayant le caractère d'une punition. Dès lors, la question de l'absence de garanties liées au droit de se taire présente un caractère sérieux et justifie son renvoi au Conseil constitutionnel.

15. À l'inverse de la solution posée en mars, le Conseil constitutionnel a cette fois-ci accueilli les prétentions soulevées. Par une décision du 26 septembre 2025<sup>15</sup>, le comité des Sages a en

11 Cons. const., 21 mars 2025, n° 2025-1128 QPC, Association des avocats pénalistes.

12 Telle qu'issue de la Loi n° 2023-171 du 9 mars 2023 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne dans les domaines de l'économie, de la santé, du travail, des transports et de l'agriculture (dite « loi DDADUE »), art. 2.

13 CE, 24 juin 2025, nos 500251, 500252 et 500253.

14 Était en effet également contestée la constitutionnalité des arts. L. 621-10 et L. 621-11 CMF. Le Conseil d'État a cependant jugé que ces contestations étaient dépourvues de sérieux, de sorte qu'elles n'ont pour leur part pas été transmises.

15 Cons. const., 26 sept. 2025, n° 2025-1164 QPC, Société Eurotitrisation et autres.

effet déclaré contraire à la Constitution le paragraphe IV de l'article L. 621-15 du CMF contesté. Le raisonnement adopté par le Conseil est le suivant. Comme dans sa décision de mars, il rappelle tout d'abord que le droit de se taire est un principe applicable « *non seulement aux peines prononcées par les juridictions répressives mais aussi à toute sanction ayant le caractère d'une punition* ». Le Conseil relève ensuite qu'en vertu de l'article L. 621-15 du CMF, la Commission des sanctions de l'AMF peut prononcer, après procédure contradictoire, des sanctions pécuniaires et disciplinaires, celle-ci devant au préalable entendre ou convoquer la personne mise en cause avant toute décision. Toutefois, « *ni ces dispositions ni aucune autre disposition législative ne prévoient que la personne mise en cause est informée de son droit de se taire* », alors même que ses déclarations peuvent contribuer à établir les manquements reprochés et qu'elle peut se croire tenue de répondre. En effet, comme le relève le comité des Sages, « *[l]orsqu'elle est entendue par la commission des sanctions, la personne mise en cause peut être amenée, par ses déclarations, à reconnaître les manquements qui lui sont reprochés. En outre, le fait même d'être entendue peut lui laisser croire qu'elle ne dispose pas du droit de se taire.* ». Le Conseil constitutionnel en déduit que cette absence de garantie méconnaît les exigences constitutionnelles découlant du principe de non-auto-incrimination. Les dispositions contestées sont en conséquence déclarées contraires à la Constitution, sans qu'il soit besoin d'examiner les autres griefs.

16. Cette solution mérite d'être saluée. Elle n'est pour autant pas surprenante, le Conseil constitutionnel ayant adopté un raisonnement analogue un mois auparavant dans le cadre des procédures de sanction diligentée devant la CNIL<sup>16</sup>. S'agissant des effets de la déclaration d'inconstitutionnalité dans le temps, le Conseil constitutionnel relève que « *les dispositions déclarées contraires à la Constitution, dans leur rédaction contestée, ne sont plus en vigueur* », mais précise que « *[la] déclaration d'inconstitutionnalité peut être invoquée dans les instances introduites à la date de publication de la présente décision et non jugées définitivement* ». Relevons à ce titre que si le texte de l'article L. 621-15 du CMF aujourd'hui en vigueur n'est pas celui examiné par le Conseil constitutionnel, les dispositions contestées sont demeurées inchangées en dépit de la modification du texte en 2025. Dès lors, la solution posée dans cette décision demeure parfaitement pertinente.

17. La notification du droit de se taire tel que constitutionnellement garanti dispose donc, depuis les décisions commentées du Conseil constitutionnel de 2025, d'une portée à géométrie variable : écartée lors des visites domiciliaires, elle est érigée au rang de garantie du procès équitable au stade de la procédure de sanction. Si l'on peut se féliciter de la solution dégagée par le Conseil constitutionnel en septembre 2025, la décision de mars 2025 est à notre sens critiquable d'autant qu'elle a vocation à s'appliquer à l'ensemble de la phase d'enquête.

## II - L'absence de notification du droit de se taire durant la phase d'enquête : une position critiquable

18. Si la solution dégagée par le Conseil constitutionnel dans sa décision du 21 mars 2025 n'est pas surprenante au regard des précédentes décisions en la matière, elle n'en est pas moins critiquable de notre point de vue (A.). Elle a, en toute hypothèse, déjà été appliquée par la Commission des sanctions de l'AMF (B.).

### A - L'étanchéité des étapes de la procédure : une justification contestable

19. En mentionnant dans sa décision du 21 mars 2025 la finalité de la visite domiciliaire et ses modalités procédurales spécifiques, le Conseil constitutionnel aurait pu laisser penser que sa décision s'expliquait par ces spécificités et ne s'appliquait donc qu'à la visite domiciliaire. Il apparaît toutefois, à la lecture du commentaire que le Comité des Sages a publié de sa propre décision, qu'il n'en est rien. Il s'agissait, en réalité, de confirmer l'existence d'une « ligne de partage » entre la phase d'enquête, durant laquelle la notification du droit de se taire n'est pas applicable, et la procédure de sanctions, durant laquelle ce droit est garanti. Le Conseil constitutionnel estime ainsi que « *pour apprécier si le respect des exigences résultant de l'article 9 de la Déclaration de 1789 imposait en l'espèce qu'une information du droit de se taire soit faite à la personne sollicitée dont les explications sont recueillies, [il] devait rechercher si cette personne pouvait être regardée comme effectivement mise en cause dans le cadre de la procédure conduite par les enquêteurs de l'AMF.* ». Or, le Comité des Sages note que « *tant que [le] collègue [de l'AMF] n'a pas décidé l'ouverture d'une procédure de sanction à l'encontre de la personne concernée, via la notification des griefs, cette personne n'est pas officiellement 'mise en cause' pour les faits qui ont donné lieu à enquête* ». Le Conseil constitutionnel en déduit qu'il faut distinguer la situation précédant la notification des griefs de la procédure de sanction. Avant la notification des griefs, personne n'est mis en cause, de sorte que les dispositions relatives à la procédure d'enquête, « *n'ont pas pour objet et ne sauraient avoir pour effet de permettre le recueil par les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers des explications d'une personne sur des faits pour lesquels elle serait mise en cause* »<sup>17</sup>. Par cette décision, le Conseil constitutionnel confirme le raisonnement qu'avaient déjà adopté le Conseil d'État et la Cour de cassation. En effet, tant le juge administratif que le juge judiciaire avaient déjà eu l'occasion de se prononcer sur les garanties procédurales applicables à la phase d'enquête, jugeant respectivement que les seules exigences en la matière sont (i) l'absence d'atteinte irrémédiable aux droits de la défense des personnes auxquelles des griefs sont ensuite notifiés<sup>18</sup>, et (ii) la loyauté dans l'administration

16 Cons. const., 8 août 2025, n° 2025-1154 QPC, Société Cosmospace et autres.

17 Cons. const., 21 mars 2025, n° 2025-1128 QPC, Association des avocats pénalistes (art. L. 621-12 CMF)

18 CE, 12 juin 2013, nos 349185, 359477 et 359245.

de la preuve<sup>19</sup>. Le Comité des Sages avait par ailleurs déjà appliqué ce critère de la mise en cause de la personne concernée dans sa décision relative au référé pénal environnemental<sup>20</sup>. Il avait alors déjà retenu que « *la seule circonstance que cette personne soit entendue sur des faits qui seraient susceptibles de lui être ultérieurement reprochés ne saurait être contestée sur le fondement des exigences de l'article 9 de la Déclaration de 1789* ». En ce sens, la décision commentée est dans la droite ligne de ces précédents. Cette application à géométrie variable des droits fondamentaux n'en demeure pas moins à notre sens critiquable.

**20.** Tout d'abord car la position retenue en matière de procédure AMF semble plus rigoriste que celle appliquée en matière pénale. En effet, si en matière pénale le Conseil constitutionnel n'exige la notification du droit de se taire que dans l'hypothèse où la personne concernée est entendue sur des faits qui lui sont effectivement reprochés, cette appréciation n'est pas limitée à une phase procédurale précise mais dépend des faits de l'espèce. Ainsi le Conseil constitutionnel a reconnu que, dans certaines circonstances, la notification du droit de se taire devait trouver application, y compris au stade de l'enquête préliminaire<sup>21</sup>. Par ailleurs, alors même qu'il a rejeté par principe l'application de ce droit dans le cadre du référé pénal environnemental dans sa décision précitée du 15 novembre 2024, le Comité des Sages a néanmoins précisé que la notification du droit de se taire y demeure applicable « *lorsqu'il apparaît [que la personne concernée] est déjà suspectée ou poursuivie pénalement pour les faits sur lesquels elle est entendue, dès lors que ses déclarations sont susceptibles d'être portées à la connaissance de la juridiction de jugement* ». En matière pénale, c'est donc une appréciation in concreto de la situation de la personne en cause qui est retenue par le Conseil constitutionnel pour déterminer, selon le degré d'avancement de l'enquête et ses premiers résultats, si la notification du droit de se taire doit trouver à s'appliquer ou non. Cette approche se concilie assez mal avec la vision très étanche et formaliste des différentes étapes d'un contentieux financier, avec pour ligne de partage artificiel la notification des griefs, retenue en matière de procédure AMF aux termes des décisions commentées de 2025.

**21.** En outre, si c'est une approche *in concreto* qui a été retenue en matière pénale, c'est parce que c'est également l'approche adoptée par les juridictions européennes. Selon la CEDH, afin de déterminer si les garanties offertes au titre du procès équitable doivent ou non s'appliquer, il convient alors de s'attacher, non pas au cadre procédural formel dans lequel la personne concernée est interrogée, mais bien à l'existence de soupçons pesant sur celle-ci. C'est alors l'existence de soupçons, définis par la Cour comme l'existence de « *faits ou renseignements propres à persuader un observateur objectif que l'individu en cause peut avoir accompli l'infraction* »<sup>22</sup>, qui déclenche l'application des droits de la défense, en ce compris le droit de se taire. Ainsi donc, lorsque l'audition d'un mis en cause pourrait avoir des « *répercussions importantes sur sa situation, de sorte qu'il [fait] l'objet d'une 'accusation en matière pénale'* », alors celui-ci doit bénéficier des garanties offertes par l'article 6 de la Convention. Notamment, « *un accusé se trouve souvent dans une situation particulièrement vulnérable au stade de l'enquête [...] Dès lors, s'il apparaît que le requérant a délibérément consenti à faire des révélations aux services d'enquête, ce choix, alors même que ses déclarations ont contribué à sa propre incrimination, ne peut être considéré, aux yeux de la Cour, comme totalement éclairé.* »<sup>23</sup>.

**22.** Dès lors, en s'écartant du cadre procédural formellement posé par la législation interne, la CEDH considère qu'un individu interrogé « *en tant que personne appelée à donner des renseignements* » peut jouir de l'ensemble des garanties offertes par le droit à un procès équitable lorsque « *la manière dont l'interrogatoire de la requérante a été conduit [...] était de nature à affecter sa position dans la suite de la procédure* »<sup>24</sup>. De la même façon, « *une personne interrogée parce qu'elle est soupçonnée d'être impliquée dans une infraction, mais traitée comme un témoin [...] [peut être considérée] comme 'accusé[e]' et prétendre à la protection de l'article 6. C'est la survenance même du premier de ces événements, indépendamment de leur ordre chronologique, qui déclenche l'application de l'article 6 sous son volet pénal* »<sup>25</sup>.

**23.** A la conception française in abstracto des étapes formelles de la procédure de sanction conduite par l'AMF s'oppose ainsi l'approche in concreto adoptée par la juridiction européenne de la matière pénale, qui est une notion entièrement autonome des qualifications retenues en droit interne<sup>26</sup>. La transposition, bienvenue, de certaines de ces solutions au contentieux financier procéderait à notre sens d'une certaine logique et cohérence juridiques.

**B - L'application par la Commission des sanctions de la position du Conseil constitutionnel**

## B - L'application par la Commission des sanctions de la position du Conseil constitutionnel

**24.** La Commission des sanctions de l'AMF s'est immédiatement saisie de la solution dégagée par le Conseil constitutionnel. Elle s'est ainsi fondée sur la décision commentée pour estimer que la notification du droit de se taire n'était pas applicable lors d'auditions réalisées durant la phase d'enquête et ce, même si les faits évoqués lors de ces auditions ont ultérieurement donné lieu à une mise en cause<sup>27</sup>. Dans cette même décision, la Commission des sanctions a par ailleurs rejeté le moyen selon lequel les droits de la défense de l'un des

19 Cass. com., 1er mars 2011, n° 09-71.252 ; v. aussi Cass. com., 6 fév. 2007, n° 05-20.811.

20 Cons. const., 15 novembre 2024, n° 2024-1111 QPC, Syndicat d'aménagement de la vallée de l'Indre.

21 Cons. const., 25 février 2022, n° 2021-975 QPC, M. Roger C.

22 CEDH, 30 août 1990, nos 12244/86, 12245/86 et 12383/86, Fox, Campbell et Hartley c. Royaume-Uni, §32.

23 CEDH, 27 oct. 2011, n° 25303/08, Stojkovic c. France et Belgique, §§52-54.

24 CEDH, 16 juin 2015, n° 41269/08, Schmid-Laffer c. Suisse, §§29-31.

25 CEDH, 3 mars 2020, n° 69729/12, Filkin c. Portugal, §7 de l'opinion concordante des Juges.

26 CEDH, 8 juin 1976, n° 5100/71, Engels et autres c. Pays-Bas, §§80-82 (arrêt précité).

27 AMF, sanct., 9 juill. 2025, SAN-2025-06.

mis en cause auraient été irrémédiablement compromis par le fait que la charte de l'enquête indique qu'il est attendu des personnes sollicitées qu'elles « *répondent aux questions posées par les enquêteurs avec loyauté* » et « *s'efforcent de fournir des réponses complètes et précises* ». La Commission des sanctions a justifié sa décision notamment par le fait que la section de la charte relative aux auditions ne mentionne pas d'obligation de répondre et rappelle le droit d'être assisté du conseil de son choix. Outre que l'absence généralisée de notification du droit de se taire lors d'auditions réalisées durant la phase d'enquête est à notre sens contestable pour les raisons évoquées supra<sup>1</sup>, on observera que, dans sa décision du 21 mars 2025, le Conseil constitutionnel note l'importance de s'assurer de la loyauté de l'enquête. Or, on peut légitimement s'interroger sur le caractère loyal d'une communication, fût-elle « *à vocation informative, dépourvu de valeur normative* » qui pourrait induire en erreur la personne sollicitée au cours de l'enquête sur l'étendue de ses droits fondamentaux.

25. Cela pose d'ailleurs la question, plus essentielle encore,

1 V. en ce sens §§20 et suiv.

de l'étendue de ces droits : la personne sollicitée au cours de l'enquête dispose-t-elle du droit de se taire ? A cet égard, il convient de noter que la décision du Conseil constitutionnel du 21 mars 2025 tranche seulement la question de la nécessité ou non de notifier ce droit, et non celle de l'application ou non de ce droit. La réponse pourrait sembler évidente au regard du caractère fondamental du droit de se taire. Pourtant, son articulation avec le manquement d'entrave<sup>2</sup> et avec l'obligation pour les personnes contrôlées d'apporter leur concours avec diligence et loyauté<sup>3</sup> demeure incertaine<sup>4</sup>. Ainsi, en rejetant l'obligation de notification du droit de se taire à l'occasion des visites domiciliaires, et plus généralement durant la phase d'enquête, le Conseil constitutionnel a non seulement consacré le risque d'une mauvaise information des justiciables sur leurs droits, mais il a surtout manqué une occasion de lever le doute sur l'étendue de ce droit durant les différentes phases de la procédure devant l'AMF. ■

2 Art. L. 621-15 II h CMF.

3 Art. 143-3 RG AMF.

4 Maxime Galland, « AMF : enquêtes, contrôles et sanctions », Encyclopédie Bourse, Lextenso, 24 juill. 2025, §048.

## Chronique

# Actualités procédurales devant l'AMF : développements récents sur le droit de se taire et la compétence

## Deuxième partie - Compétence de l'AMF : des confirmations et des questions

Auteur(s)



**Arnaud Raynouard**

Professeur à l'Université Paris Dauphine-PSL

Deux décisions, émanant des deux ordres de juridiction, toutes deux rendues au premier semestre 2025, apportent des précisions relativement, notamment, à la compétence territoriale de l'AMF. Il est frappant que, sur plusieurs points, les solutions retenues sont identiques : en matière de compétence territoriale étendue, en matière d'imputabilité notamment. Que l'on en juge par l'analyse séparée de chacune des décisions.

*Cass. com., 12 mars 2025, pourvoi n° 23-20.432, FS-B*

Par un arrêt publié au Bulletin en date du 12 mars 2025<sup>1</sup>, la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation rejette le pourvoi formé contre un arrêt de la cour d'appel de Paris du 29 juin 2023, ayant lui-même entériné une sanction prononcée par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) à l'encontre d'une société allemande et de son dirigeant. La décision, rendue en formation de section confirme et valide fermement la compétence extraterritoriale de l'AMF pour connaître de manipulations de cours réalisées à l'étranger dès lors que celles-ci affectent des instruments négociés sur un marché français, en

1 JCP (E) 2026, chron. 1123, Marchés financiers, n° 14, C. Adelbrecht-Vignes ; RDBF 2025, n° 2, comm. 49, P. Pailler ; Bull. Joly Bourse 2025, n° 5, p. 14, F. Barrière ; RSC 2025, n° 2, p. 396, J-M Brigant et A. Bellezza ; Rev. Banque et droit 2025, n° 221, J. Prorok ; ; JCP (G) 2025, doct. 1119, n° 5, obs. F. Blanc ; Rev. sociétés 2025, p. 482, note N. Ida ; JCP (G) 2025, n° 41, doct. 1149, n° 6, G. Bourdeaux.

recourant à la notion d'« instrument financier lié ». Au-delà, l'arrêt comporte trois autres apports, relatifs à la présomption d'innocence, à l'articulation avec le règlement européen sur les abus de marché (règlement MAR) et à l'imputabilité personnelle du dirigeant.

## I. Les faits de l'espèce, la procédure et les questions de droit

### A. Les faits et la procédure

Au cours de l'année 2015, la société de droit allemand Global Derivative Trading GmbH (ci-après « GDT »), dirigée par son fondateur et gérant unique, a émis sur le marché Eurex — marché réglementé allemand de produits dérivés — des ordres portant sur des contrats à terme standardisés de taux d'intérêt (*futures*). Ces *futures* avaient pour sous-jacent des obligations assimilables du Trésor (OAT), soit des obligations souveraines françaises admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris et sur le système multilatéral de négociation MTS France, tous deux supervisés par l'AMF.

À l'issue d'une enquête diligentée sur le marché du *future Euro OAT* et du *future Mid-Term Euro OAT* à compter du 1er janvier 2015, le collège de l'AMF a, par décision du 20 décembre 2019, notifié des griefs à la société GDT et à son dirigeant. Deux manquements étaient visés, commis entre le 1er juillet et le 13 octobre 2015 : d'une part, le passage d'ordres susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours des *futures* ayant pour sous-jacent des OAT (FOAT), en méconnaissance de l'article 631-1, 1<sup>o</sup>, a), du règlement général de l'AMF (RG AMF) ; d'autre part, l'obtention d'une position dominante dans le carnet d'ordres du FOAT, ayant eu pour effet la création de conditions de transaction inéquitables, au sens de l'article 631-1, 2<sup>o</sup>, a), du même règlement.

Par une décision n° 9 du 28 mai 2021, la commission des sanctions de l'AMF s'est déclarée compétente, a retenu la matérialité des manquements et a prononcé, à l'encontre de la société comme à l'encontre de son dirigeant, une sanction pécuniaire de 1,2 million d'euros pour chacun. La cour d'appel de Paris, par arrêt du 29 juin 2023, a rejeté le recours en annulation. La société et son dirigeant se sont alors pourvus en cassation.

### B. Les questions de droit

Le pourvoi articulait quatre moyens.

1. La notification de griefs, lorsqu'elle est rédigée au présent de l'indicatif et tient pour établis les faits qu'elle décrit, porte-t-elle atteinte à la présomption d'innocence garantie par l'article 6, § 2, de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (CESDH) ?
2. La compétence *ratione loci* de l'AMF en matière de ma-

nipulation de cours s'étend-elle aux opérations réalisées à l'étranger, dès lors qu'elles portent, indirectement, par l'intermédiaire d'un « instrument financier lié », sur des instruments admis à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation (SMN) français ?

3. La notion d'« instrument financier lié », au sens de l'article L. 621-15, II, c), du code monétaire et financier (CMF), dans sa rédaction issue de l'ordonnance n° 2014-158 du 22 février 2014, englobe-t-elle des instruments eux-mêmes cotés sur un marché réglementé étranger, ou se limite-t-elle aux produits dérivés non cotés ?
4. L'article 22 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement MAR), qui confie à chaque autorité nationale, unique, compétence pour la supervision des « actions réalisées à l'étranger se rapportant à » des instruments cotés sur son territoire, fait-il obstacle à la compétence extraterritoriale ainsi reconnue par l'AMF ? Est-il, au demeurant, applicable aux poursuites engagées pour des faits antérieurs à son entrée en vigueur le 3 juillet 2016 ?
5. Enfin, le dirigeant d'une personne morale peut-il être sanctionné à titre personnel pour des actes de manipulation réalisés au nom et pour le compte de cette dernière, en l'absence de texte prévoyant expressément une telle imputation ?

## II. La réponse de la Cour

La chambre commerciale rejette l'ensemble des moyens — le deuxième en sa première branche étant écarté par voie de non-admission spécialement motivée en application de l'article 1014, alinéa 2, du code de procédure civile.

Un premier point, qui ne sera pas développé, est que la notification de griefs, quand bien même rédigé à l'indicatif, ne porte pas atteinte à la présomption d'innocence. La solution est peu contestable, et constante<sup>2</sup> : elle repose sur la distinction fonctionnelle entre l'organe de poursuite — la commission spécialisée du collège — et l'organe de jugement — la commission des sanctions —, amenant la Cour de cassation à refuser tout recours autonome contre la notification de griefs ou la décision du collège de la notifier. En pratique, le choix du mode grammatical de la notification est indifférent, quand bien même serait-il malheureux, dès lors que la fonction de cet acte reste exclusivement accusatoire.

En revanche, la compétence extraterritoriale de l'AMF fondée sur la notion d'instrument financier lié (A) et l'imputabilité (C) appellent quelques développements.

### A. La compétence extraterritoriale de l'AMF, fondée sur la notion d'instrument financier lié

<sup>2</sup> V. not. Cass. com., 16 déc. 2020, n° 19-21.091 : Dr. sociétés 2021, comm. 37, note O. de Baillicourt ; Rev. sociétés 2021, p. 589, note P. Pailler ; Dr. pén., 2021, comm. 32, obs. J.-H. Robert ; 14 avr. 2021, n° 20-12.599 : v. Banque & Droit, n° 197, p. 37, note A.-C. Rouaud, commentant les deux décisions.

Pour conforter la compétence *ratione loci* de l'AMF, la Cour procède à une lecture combinée de l'article L. 621-15, II, c), du CMF, dans sa rédaction issue de l'ordonnance n° 2014-158 du 22 février 2014, et des articles 611-1, 3°, et 631-1 du règlement général de l'AMF, dans leur rédaction applicable aux faits. Elle énonce que l'article 631-1 du RG AMF, qui définit et prohibe les manipulations de cours, « s'applique aux opérations réalisées sur le territoire français ou à l'étranger et portant, soit directement, soit indirectement, par des interventions sur des instruments financiers qui leur sont liés, sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé français ou sur un système multilatéral de négociation français » (point 13).

La justification de cette interprétation est double. D'une part, elle découle directement de la lettre de l'article L. 621-15, II, c), du CMF, qui habilite la commission des sanctions à sanctionner « toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée à une manipulation de cours » portant sur un instrument lié à un instrument négocié sur un marché ou un SMN français. D'autre part, elle s'impose en vertu de la hiérarchie des normes : toute autre lecture de l'article 611-1, 3°, du RG AMF « reviendrait [...] à ce qu'une disposition réglementaire prive de portée les dispositions de nature législative de l'article L. 621-15, II, c) » (point 14). Le critère de rattachement territorial classique — lieu de commission de l'acte — est ainsi complété par un critère fondé sur le marché de négociation du sous-jacent.

Les demandeurs soutenaient que la notion d'instrument financier lié devait être restreinte aux produits dérivés non cotés, à l'exclusion des instruments cotés sur un marché réglementé d'un autre État membre. La chambre commerciale écarte cette lecture restrictive, soulignant que le c) de l'article L. 621-15, II, du CMF « n'introduit aucune restriction quant aux instruments financiers liés pouvant faire l'objet d'actes de manipulation de cours », de sorte que la compétence de la commission des sanctions s'étend aux actes de manipulation concernant de tels instruments, « que cet instrument financier lié soit, ou non, admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation étrangers » (point 17).

L'interprétation repose sur l'adage *ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*, et trouve un appui supplémentaire dans la genèse de la notion, introduite par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, dont les travaux préparatoires ont clairement manifesté la volonté du législateur d'appréhender de façon large le lien — juridique ou économique — susceptible d'unir deux instruments financiers, afin d'englober l'ensemble des dérivés quel que soit leur sous-jacent. Certes, cela consacre une notion extensive d'instrument financier lié, mais en l'espèce, le lien indiscutable entre les  *futures*  négociés sur Eurex et les OAT cotées en France était d'ordre économique, des interventions sur les premiers étant évidemment de nature à influencer sur le cours des secondes.

## B. L'inapplicabilité du règlement MAR et le refus de renvoi préjudiciel

Les demandeurs tentaient de se prévaloir de l'article 22 du règlement MAR, en soutenant qu'il s'appliquait aux poursuites engagées postérieurement à son entrée en vigueur le 3 juillet 2016, même pour des faits antérieurs, et qu'il excluait la compétence extraterritoriale de l'AMF telle que reconnue en l'espèce.

La Cour de cassation oppose à cet argument un raisonnement fondé sur l'application de la loi dans le temps : les poursuites étant fondées sur l'article 631-1 du RG AMF dans sa rédaction applicable aux faits, et les dispositions substantielle du règlement MAR — dont on soulignera qu'elles ne sont pas moins sévères que celles du RGAMF — ne pouvant faire l'objet d'une application rétroactive, il en résulte que l'article 22 du règlement, en ce qu'il désigne une autorité nationale unique compétente pour veiller à l'application des dispositions substantielles du texte, ne peut utilement être invoqué pour contester la compétence de l'AMF (points 20-22). La Cour refuse en outre, « en l'absence de doute quant à l'interprétation » du texte, de saisir la Cour de justice de l'Union européenne des questions préjudicielles proposées.

## C. L'imputabilité personnelle du dirigeant

Enfin, au titre de l'article L. 621-15, II, du CMF et des articles 611-1 et 631-1 du RGAMF alors applicables, la Cour énonce le principe selon lequel « une sanction pécuniaire peut être prononcée à l'encontre de toute personne, physique ou morale, s'étant livrée ou ayant tenté de se livrer à une manipulation de cours » (point 25).

Sur ce fondement, et sans qu'il soit besoin d'un mécanisme spécifique d'imputation au représentant, la cour d'appel a pu déduire la responsabilité personnelle du gérant de constatations de faits explicites : fondateur et gérant unique de GDT, qui n'emploie aucun salarié, il avait « décidé et mis en œuvre les interventions litigieuses » et reconnu être « personnellement responsable de tous les ordres » ainsi que « surveill[er] lui-même les risques économiques » et « les risques de conformité ». La commission de l'infraction par la personne physique elle-même, établie en fait, justifie sa sanction, qui s'ajoute alors à celle infligée à la société.

## III. Appréciations

L'arrêt, rendu en formation de section et publié au Bulletin, consacre une construction prétorienne mise en œuvre par la Commission des sanctions et par la Cour d'appel de Paris.

### A. Une extension assumée du périmètre répressif du régulateur français

En premier lieu, la décision confirme l'emprise territoriale de l'AMF sur des manipulations orchestrées depuis l'étranger. Dans un environnement de marchés hautement interconnec-

tés, la sophistication des stratégies de manipulation passe souvent par l'intermédiaire de produits dérivés négociés sur une place étrangère, dont l'exécution déplace l'effet sur le cours du sous-jacent français. L'affaire l'illustre parfaitement : la manipulation des *futures* sur Eurex avait pour finalité et pour effet d'altérer le cours des OAT négociées sur Euronext Paris et MTS France. En refusant de scinder l'action de manipulation de son effet, la Cour permet au régulateur national d'atteindre des comportements qui lui échapperaient à retenir un critère strict de territorialité de l'acte.

En ce sens, et la solution n'est pas nouvelle<sup>3</sup>, « peu importe que l'opération elle-même n'implique pas un instrument financier admis à la négociation sur un marché français, si le sous-jacent est admis à la négociation sur un marché français, l'infraction est susceptible d'être constituée »<sup>4</sup>.

En deuxième lieu, l'arrêt valide une acception large de la notion d'instrument financier lié, qui couvre aussi bien les dérivés non cotés — lesquels constituaient la cible première de la loi du 22 octobre 2010 dans le prolongement des enseignements de la crise des *subprimes* — que les instruments cotés sur un marché réglementé d'un autre État membre. Cette approche, déjà mise en œuvre par la commission des sanctions (not. décision Morgan Stanley du 4 décembre 2019) et relayée, dans sa dimension substantielle, par l'article L. 621-15, II, c), du CMF dans sa rédaction issue de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 (qui fait expressément état du cours ou de la valeur dépendante), se trouve désormais adouée par la plus haute juridiction.

En troisième lieu, la reconnaissance de la responsabilité personnelle du dirigeant rappelle que, même en l'absence de mécanisme d'imputation exprès à l'agent de la personne morale, le droit financier des abus de marché repose sur un principe de responsabilité personnelle : se trouve sanctionné celui qui a matériellement œuvré à la manipulation, dès lors que les faits l'établissent. La configuration de GDT — structure à gérant unique, dépourvue de salarié — rendait en l'espèce la solution particulièrement évidente ; mais la formulation générale du point 25 de l'arrêt dépasse le cas d'espèce et fournit une assise à la pratique de cumul des sanctions à l'encontre de la personne morale et de sa direction exécutive.

Pour les acteurs du marché, la portée pratique est considérable. Les intervenants étrangers opérant sur des instruments liés à des sous-jacents négociés en France, notamment sur la dette souveraine française, doivent intégrer dans leur cartographie des risques la compétence répressive de l'AMF, et ce, pour des faits commis antérieurement comme postérieurement à l'entrée en vigueur du règlement MAR.

## B. Points laissés en suspens

Sur le plan conceptuel, plusieurs enseignements peuvent être

<sup>3</sup> AMF, déc. n° 11, 24 octobre 2018.

<sup>4</sup> Augustin Gridel, *Marchés et instruments financiers en droit international privé*, Bruylant, coll. Thèses, 2023, n° 530, p. 587.

tirés de l'arrêt. D'abord, il illustre avec netteté la combinaison, dans l'assise de la compétence *ratione loci* du régulateur, de deux critères distincts : la territorialité de l'acte et la localisation du marché du sous-jacent. La notion d'instrument financier lié joue le rôle d'un véritable facteur de connexion, détachant la compétence de l'AMF du lieu de commission au profit du lieu du marché ultimement affecté. La décision révèle ainsi une conception finaliste de la régulation : c'est l'intégrité du marché supervisé qui commande l'action du régulateur, plutôt que la stricte géographie de l'opération. Cela ne surprendra personne.

Ensuite, l'arrêt confirme la vigueur de la hiérarchie des normes au sein du droit financier : la portée de la loi ne saurait être amputée par l'interprétation d'une disposition réglementaire, fût-elle d'initiative de l'autorité elle-même. Le point 14 de l'arrêt, par sa tournure prescriptive, apparente la solution à une méthode d'interprétation conforme mise au service de l'effet utile de la loi.

Un point demeure toutefois en surplomb. La Cour a écarté l'argument tiré de l'article 22 du règlement MAR par une motivation d'opportunité temporelle — l'inapplicabilité rétroactive des dispositions substantielles — sans se prononcer, au fond, sur la compatibilité d'un critère de compétence extraterritoriale fondé sur la notion d'instrument lié avec la répartition de compétences instaurée par ce texte. La question se posera à nouveau, et inévitablement, pour des faits postérieurs au 3 juillet 2016. Il est toutefois permis de penser que la solution perdurera : la formulation de l'article 22 (« actions réalisées à l'étranger se rapportant à » des instruments cotés sur le territoire de l'autorité) est elle-même souple, et l'article 25, § 5, du règlement organise explicitement la coopération entre autorités en cas de chevauchement de compétences, afin d'éviter les doubles poursuites. En l'espèce, la BaFin avait d'ailleurs été associée à la phase d'investigation, ce qui a neutralisé tout risque de cumul de sanctions. Dans un droit des marchés axé sur la coopération et l'effet utile, la recherche d'une compétence exclusive et strictement territoriale paraît peu réaliste.

Reste enfin la dimension probatoire : la responsabilité personnelle du dirigeant suppose la démonstration, en fait, d'une commission personnelle du manquement. Si l'existence d'une structure atypique — société unipersonnelle, absence de salarié, reconnaissance expresse de la responsabilité des ordres — a rendu ici la démonstration aisée, la transposition de la solution à des architectures plus complexes, notamment celles des sociétés d'investissement dotées d'équipes de trading, obligera à un examen circonstancié du rôle individuel de chaque dirigeant ou opérateur matériel.

## C. Conclusion

L'arrêt du 12 mars 2025 affirme, avec netteté, la vocation de l'AMF à veiller à l'intégrité des marchés français en quelque lieu que s'exerce la manipulation. Il s'agit là d'une solution cohérente avec l'économie générale du droit des abus de marché, laquelle dépasse désormais la simple coexistence d'auto-

rités nationales pour tendre vers un maillage coopératif, sous la vigie de l'Autorité européenne des marchés financiers. La décision, en consacrant une conception large de la notion d'instrument financier lié comme véritable titre de compétence, apporte aux pratiques transfrontières une sécurité juridique bienvenue et rappelle aux opérateurs, quelle que soit leur localisation, qu'intermédiaire une manipulation par un dérivé étranger ne saurait suffire à échapper au regard du régulateur national du sous-jacent.

*Conseil d'État, 6e et 5e ch. réunies, 13 juin 2025, Société H2O AM LLP, n° 471548 (jonction n° 471744)*

Par un arrêt de section rendu le 13 juin 2025, mentionné aux tables du recueil Lebon, les 6e et 5e chambres réunies du Conseil d'État ont rejeté les recours pour excès de pouvoir formés contre la décision de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) du 30 décembre 2022 ayant infligé à la société de gestion britannique H2O AM LLP et à deux de ses principaux dirigeants des sanctions pécuniaires d'un montant total, sans précédent en droit français, de 93 millions d'euros. L'intérêt de la décision, qui s'inscrit dans le sillage des affaires ouvertes par l'enquête de l'AMF sur l'investissement des fonds H2O dans les titres de créance du groupe Tenor, tient à la combinaison des questions tranchées : compétence transfrontalière de l'AMF à la suite du Brexit, articulation entre régulateurs européens, garanties procédurales tirées du droit au silence, conformité aux règles prudentielles des OPCVM et, surtout, imputation aux personnes physiques agissant pour le compte d'une société de gestion étrangère des manquements de cette dernière.

Il convient de présenter successivement les faits et les questions de droit soulevés (I), la réponse par le Conseil d'État (II) avant quelques éléments d'appréciation de cette décision (III).

## I. Les faits de l'espèce, la procédure et les questions de droit

### A. Le contexte factuel : l'investissement contesté des fonds H2O dans les titres Tenor

La société H2O AM LLP, société de gestion de portefeuille de droit britannique constituée en 2010 et agréée par la *Financial Services Authority (FSA)*, devenue la *Financial Services Authority (FCA)* en 2013, gère, dans le cadre de la libre prestation de services, huit organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) de droit français constitués sous la forme de fonds communs de placement. En octobre 2019, ces fonds représentaient 14,98 milliards d'euros d'encours, soit 77,6 % du total des actifs gérés par la société. Entre le 1er juin 2016 et le 16 janvier 2020, H2O a réalisé, pour le compte de sept de ses huit OPCVM, 1 262 opérations portant sur quatorze titres de créance émis par des entités appartenant au groupe Tenor, dirigé par l'homme d'affaires allemand Lars Windhorst — titres non cotés, peu liquides et dont la qualité était discutée.

La publication, le 18 juin 2019, d'un article du *Financial Times* mettant en cause la soutenabilité de ces investissements a déclenché une vague de rachats d'environ 7,5 milliards d'euros en moins de dix jours, obligeant H2O à céder ses actifs les plus liquides pour y répondre. Le 28 août 2020, pour partie à la demande de l'AMF, les souscriptions et rachats des fonds ont été suspendus ; en septembre 2020, les titres Tenor ont été regroupés dans des fonds « cantonnés » fermés pour une durée indéterminée. À compter du 31 décembre 2020, date du retrait effectif du Royaume-Uni de l'Union européenne, la filiale parisienne H2O AM Europe s'est substituée à la société-mère britannique comme société de gestion des OPCVM français.

À l'issue d'un contrôle ouvert le 25 novembre 2019, le collège de l'AMF a notifié le 26 octobre 2021 plusieurs griefs tirés du non-respect des règles relatives à la liquidité, aux objectifs d'investissement, à la valorisation, au ratio d'investissement et aux opérations de *buy and sell back*. Par une décision du 30 décembre 2022, la commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 93 millions d'euros (montant inédit) : 75 millions d'euros assortie d'un blâme à l'encontre de H2O AM LLP ; 15 millions d'euros assortie d'une interdiction d'exercer pendant cinq ans à l'encontre du directeur général ; 3 millions d'euros assortie d'un blâme à l'encontre du directeur des investissements.

La société et ses dirigeants ont saisi le Conseil d'État d'un recours en annulation contre cette décision, au terme duquel une QPC portant sur les articles L. 621-9 et L. 621-15 du code monétaire et financier avait déjà été écartée comme dépourvue de caractère sérieux (CE, 7 août 2023, n° 471744).

## B. Les questions de droit

Les requêtes conjointes de la société et de ses dirigeants posaient, en substance, cinq questions :

1. En premier lieu, la commission des sanctions de l'AMF était-elle compétente pour sanctionner une société de gestion britannique et ses dirigeants, alors que, d'une part, la directive 2009/65/CE (OPCVM) attribue en principe à l'autorité de l'État d'origine la surveillance prudentielle de la société de gestion et que, d'autre part, le Royaume-Uni était sorti de l'Union européenne à la date de la décision ? L'existence d'une compétence concurrente de la FCA ne privait-elle pas, par ailleurs, l'AMF de tout pouvoir de sanction ?
2. En deuxième lieu, la procédure suivie devant la commission des sanctions était-elle régulière, s'agissant notamment de la composition de cette commission (participation d'un magistrat siégeant également au Conseil supérieur de la magistrature) et du respect du droit au silence lors des contrôles préalables à la notification des griefs ?
3. En troisième lieu, les griefs tirés du non-respect des

règles prudentielles applicables aux OPCVM (articles L. 214-8, R. 214-9, R. 214-15, R. 214-18, R. 214-21 et R. 214-26 du code monétaire et financier) étaient-ils caractérisés, alors que la société requérante invoquait le caractère imprévisible de la crise de liquidité née en juin 2019 et aggravée par la pandémie de Covid-19 ?

4. En quatrième lieu — et c'est sans doute la question la plus innovante — les manquements commis par une société de gestion étrangère pouvaient-ils être imputés à ses dirigeants sur le fondement des dispositions combinées du 7° *bis* du II de l'article L. 621-9 et du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, alors même que le code ne vise aucune obligation professionnelle pesant personnellement sur ces dirigeants ?
5. En cinquième et dernier lieu, les sanctions infligées étaient-elles proportionnées, au regard notamment de l'offre transactionnelle de 250 millions d'euros présentée en octobre 2024 par H2O aux porteurs de parts et de la décision ultérieure de la FCA de ne pas prononcer elle-même de sanction pécuniaire ?

## II. La réponse du Conseil d'État

Le Conseil d'État rejette les requêtes présentées par H2O, son directeur général et le directeur des investissements, approuvant ainsi intégralement la décision de la commission des sanctions. L'arrêt répond aux cinq points de contestation. On ne s'attardera ici que sur les aspects en liens avec la dimension transfrontalière de l'affaire ou seulement de procédure : la compétence de l'AMF (A), la régularité procédurale de la sanction (B), l'imputation aux dirigeants (C) et la proportionnalité des sanctions pécuniaires (D)<sup>5</sup>.

### A. Le fondement de la compétence de l'AMF : une approche territoriale et temporelle rigoureuse

Le Conseil d'État fonde sa solution sur les dispositions combinées du 7° *bis* du II de l'article L. 621-9 et du a) et du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, lues à la lumière de la directive 2009/65/CE. Aux termes du 7° *bis*, l'AMF veille au respect des obligations professionnelles des « sociétés de gestion établies dans un autre État membre de l'Union européenne (...) ayant une succursale ou fournissant des services en France, qui gèrent un ou plusieurs OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/CE ». Ces dispositions ouvrent corrélativement à la commission des sanctions un pouvoir de sanction à l'encontre aussi bien de la personne morale que des personnes physiques qui agissent pour son compte (considérant 7).

Deux obstacles étaient opposés à la compétence de l'AMF. Le premier, tiré du Brexit, est écarté au double motif que les faits

<sup>5</sup> Pour des développements substantiels sur le bien-fondé des griefs (non-respect des règles d'éligibilité des titres et des règles relatives à la valorisation des titres, dépassement du ratio d'investissement, non-respect des règles d'investissement des opérations de *buy and sell back*) et sur la question de l'imputabilité (entre la société et les deux dirigeants), v. M. Storck, *Affaire H2O : rejet par le Conseil d'État de la demande en annulation de la décision de sanction prise contre la SGP et deux de ses dirigeants*, Bull. Joly Bourse 2025, n° 4, p. 7.

reprochés ont tous été commis avant le 31 décembre 2020, période durant laquelle le Royaume-Uni demeurait membre de l'Union, et que l'accord de retrait du 17 octobre 2019 « n'a eu ni pour objet ni pour effet » de réglementer la compétence résiduelle des autorités d'un État membre pour des procédures administratives relatives à des faits antérieurs (considérents 8 et 9).

Le second obstacle, tiré de la compétence parallèle de la FCA et de l'AMF, au regard de l'article 99 *quater* de la directive OPCVM, qui organise une coopération étroite entre autorités nationales afin d'éviter tout « double emploi ou chevauchement », est écarté avec une fermeté remarquable : cette obligation de coordination n'a ni pour objet, ni pour effet de conférer à une autorité une compétence exclusive qui exclurait toute intervention d'une autre (considérant 10).

Il ne fait aucun doute que l'article 99 *quater* ne pose aucune règle de compétence et, se plaçant exclusivement sur le terrain de la coopération entre autorités de marchés, il indique que les autorités concernées « coordonnent également leurs actions afin d'éviter tout double emploi ou chevauchement lorsqu'elles exercent leurs pouvoirs de surveillance et d'enquête et appliquent des sanctions et mesures administratives dans des affaires transfrontalières ».

Le juge administratif en déduit, par voie de conséquence, qu'aucune question préjudicielle n'a à être posée à la Cour de justice : la réponse aux moyens soulevés ne dépend pas, en l'espèce, d'une interprétation du droit de l'Union (considérant 11). L'arrêt consacre ainsi implicitement ici la théorie de l'acte clair.

### B. La régularité procédurale : composition de la formation et portée du droit de se taire

Sur la composition de la commission, le Conseil d'État écarte successivement les trois griefs dirigés contre la participation de M. C..., magistrat à la Cour de cassation désigné par le premier président puis élu au Conseil supérieur de la magistrature. La haute juridiction juge que l'incompatibilité posée à l'article 6 de la loi organique du 5 février 1994 régit la seule situation des membres du CSM et n'a pas d'incidence sur celle des membres de la commission des sanctions, régie par la loi du 20 janvier 2017 (considérents 15 à 17) ; que la mise à la retraite en cours de mandat d'un magistrat désigné à ce titre ne le prive pas de son siège, le législateur ayant entendu garantir l'indépendance et l'autorité de la commission par la fixité de la durée du mandat (considérant 18) ; et, enfin, que la participation antérieure du même magistrat à une sanction infligée à Natixis, alors société mère de H2O, ne saurait, à elle seule, caractériser un manquement à l'exigence d'impartialité (considérant 19).

Sur le droit de se taire, le Conseil n'innove aucunement, renouvelant sa solution ; on se reportera au commentaire précédant. On se bornera à indiquer qu'il décide que le droit de se taire ne bénéficie pas à la personne entendue lors d'un contrôle ou d'une enquête diligenté sur le fondement de l'ar-

ticle L. 621-9 du code monétaire et financier, s'agissant d'une phase d'investigation. Si la solution est cohérente avec la distinction classique entre enquête et instruction, c'est uniquement dans la mesure où les propos tenus lors de l'enquête ne servent pas de seul fondement à la sanction. Dans un tel cas, la régularité de la procédure pourrait être remise en cause (considérant 24).

### C. L'imputation des manquements aux dirigeants : la clarification d'une responsabilité fondée sur l'implication personnelle

Le considérant le plus novateur est sans conteste le considérant 55, qui articule pour la première fois avec clarté le mécanisme d'imputation des manquements d'une société de gestion étrangère à ses dirigeants. Aux termes de cette formulation de principe :

« Il résulte de la combinaison des dispositions [du 7° bis du II de l'article L. 621-9 et du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier] que la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers peut, après avoir constaté qu'une société de gestion établie dans un autre État membre de l'Union européenne et gérant en France un ou plusieurs OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/CE a commis des manquements à ses obligations professionnelles, imputer les mêmes manquements à ses dirigeants, en cette qualité, sauf si les intéressés font valoir des circonstances particulières faisant obstacle à la mise en cause de leur responsabilité de dirigeants. »

Cette construction mérite d'être située dans le paysage jurisprudentiel préexistant. À l'égard des **dirigeants effectifs** d'une société de gestion française — au sens du 4° du II de l'article L. 532-9 du code monétaire et financier, de l'article 321-13 et de l'article 321-35 du règlement général de l'AMF — la commission des sanctions et le Conseil d'État<sup>6</sup> appliquent une **présomption de responsabilité** : dès lors que l'article 321-35 du RGAMF fait reposer sur eux la responsabilité de veiller au respect des obligations professionnelles de la société, les mêmes griefs leur sont automatiquement imputés, sauf à invoquer des circonstances particulières.

La difficulté, en l'espèce, tenait à ce que H2O étant une société britannique soumise à la réglementation de la FCA, l'article 321-35 du RGAMF ne lui était pas opposable. Le fondement traditionnel de l'imputation de plein droit faisait donc défaut. Le Conseil d'État déplace alors l'analyse sur le terrain du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, qui autorise la commission à sanctionner « les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte » d'une société de gestion. Cette imputation obéit à une logique différente : il ne s'agit pas d'une responsabilité de plein droit mais d'une responsabilité subordonnée à la démonstration de ce que la personne physique poursuivie a, à raison de son rôle dans l'organisation de la société, pris part aux faits fautifs.

Ce raisonnement, parfaitement cohérent à la lettre, soulève, dans un contexte transfrontalier, des incertitudes pratiques évidentes en soumettant l'imputabilité à une analyse *in concreto*.

C'est précisément cette exigence d'analyse *in concreto* que le Conseil d'État caractérise de au considérant 57 : les individus mis en cause étaient, « au moment des faits imputés à la société H2O, directeur général [et] directeur des investissements de cette société » et membres du *Executive Committee* ; d'autre part, « ils ont tous deux été, directement et personnellement, à l'origine des décisions d'investissement ayant donné lieu aux manquements en cause ». Ce double constat justifie leur qualification de « personnes agissant pour le compte de la société H2O » au sens du b) du II de l'article L. 621-15, ce qui suffit à fonder l'imputation sans qu'il soit besoin d'établir un manquement spécifique à une obligation professionnelle personnelle — l'argument des requérants tendant à faire prévaloir l'article 313-6 (désormais 321-35) du RGAMF est d'ailleurs écarté comme inopposable.

### D. La proportionnalité des sanctions en contexte transfrontalier

Sur le fondement des III et III *ter* de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, le Conseil d'État apprécie la proportionnalité des sanctions au regard de la gravité et de la durée des manquements, de l'implication personnelle des intéressés, de l'ampleur des faits (une exposition aux titres Tennor d'environ 1,5 milliard d'euros entre mai et juin 2019), du préjudice causé aux porteurs (blocage de l'épargne, suspension des rachats, cantonnement pour durée indéterminée) et de la situation financière des personnes sanctionnées. Il retient, comme la commission, le caractère « délibéré » des manquements, la société H2O ayant acquis les titres en connaissance de leur illiquidité (considérant 61).

Deux précisions méthodologiques importantes méritent d'être soulignées. En premier lieu, « seules les mesures de remédiation prises par la société requérante à la date de la décision contestée peuvent être prises en compte » pour apprécier la proportionnalité (considérant 65 ; v. aussi considérant 60). L'offre transactionnelle de 250 millions d'euros formulée par H2O le 15 octobre 2024 — soit près de deux ans après la décision de la commission — ne peut, en conséquence, minorer le montant de la sanction, même si elle est susceptible d'être mobilisée au stade de la réformation par le juge de plein contentieux, lorsqu'il substitue sa propre décision.

En second lieu, le Conseil d'État refuse de voir dans la décision ultérieure de la FCA (« *Final Notice* » du 2 août 2024) une divergence d'approche entre régulateurs : la FCA a expressément reconnu la gravité des manquements mais a renoncé à une sanction pécuniaire en considération de l'immobilisation, par H2O, des 250 millions d'euros destinés à l'indemnisation. Replacées dans le cadre de l'article 99 *quater* de la directive OPCVM, il y a bel et bien une coordination puisque les deux décisions « se complètent sans se chevau-

<sup>6</sup> CE, 30 déc. 2021, n° 437950 ; CE, 17 févr. 2023, Nestadio Capital, n° 445507

cher »<sup>7</sup>.

### III. Appréciations

#### A. Une décision qui confirme la dimension transfrontalière du pouvoir de sanction de l'AMF

L'arrêt H2O constitue une affirmation forte de la **pluriteritorialité** du droit français de la régulation financière. Le Conseil d'État refuse d'interpréter la directive 2009/65/CE comme une règle de répartition exclusive de compétences entre les autorités de contrôle. L'article 19, qui confie à l'État d'origine le contrôle prudentiel de la société de gestion, et l'article 108, qui permet tant à l'État d'origine qu'à celui de l'OPCVM de prendre des mesures, sont lus ensemble avec l'article 99 *quater* dans une logique de coopération — et non de spécialité. Le critère de rattachement retenu — la domiciliation française des OPCVM gérés — légitime la compétence de l'AMF indépendamment du lieu d'établissement du gestionnaire. La solution prolonge ainsi une logique déjà connue en droit de la concurrence (affaire Intel, CJUE 2017) ou en matière fiscale et protectrice des investisseurs, qui admet la simultanéité des compétences dès lors qu'elle procède de critères de rattachement légitimes.

Sur le plan pratique, la décision apporte sécurise les pouvoirs de l'AMF à l'égard des gestionnaires transfrontaliers, dont l'importance économique croît. Elle a également le mérite de clore définitivement le débat sur les effets du Brexit dans les procédures de sanction en cours : l'accord de retrait étant muet sur ce point, le droit commun s'applique, la date des faits étant le seul critère pertinent. Les gestionnaires britanniques qui, entre 2016 et 2020, ont exercé leur activité en libre prestation de services en France demeurent exposés à des actions de l'AMF pour des années à venir.

#### B. La clarification du régime d'imputation aux dirigeants : une distinction structurante

L'apport le plus significatif de l'arrêt réside dans la distinction qu'il clarifie, entre deux régimes d'imputation. D'un côté, la **responsabilité de plein droit** des dirigeants effectifs d'une société de gestion française, fondée sur l'article 321-35 du RGAMF (anciennement article 313-6) : présomption qui s'applique à la qualité même de dirigeant effectif et qui ne peut être renversée qu'en faisant valoir des circonstances particulières. De l'autre, la **responsabilité pour fait personnel** des personnes « agissant pour le compte » d'une société de gestion, fondée sur le seul b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, qui suppose que soit établie l'implication directe et personnelle de l'intéressé dans les manquements reprochés à la personne morale.

Cette distinction a plusieurs vertus. D'abord, elle évite que l'arrêt H2O ne soit lu comme consacrant une **automaticité de la responsabilité des dirigeants étrangers**. Telle n'est pas

la position du Conseil d'État, qui insiste sur les deux éléments d'imputation — qualité statutaire et implication personnelle — aux considérants 57 et 68. En cela, la solution retenue est plus exigeante que celle qui vaut pour les dirigeants effectifs d'une société française, à l'égard desquels une présomption suffit.

Elle a surtout une conséquence procédurale fondamentale : ne pouvant être des dirigeants effectifs, soumis à une présomption de responsabilité, il faut à l'égard de ces dirigeants « agissant pour le compte » de la SGP une notification des griefs visant leur manquement personnel à leurs obligations professionnelles<sup>8</sup>. On ne peut considérer que les agissements relevés à l'égard de la SGP, et précisés, sont également imputables aux dirigeants. Le considérant 57, qui exige la démonstration d'une implication directe, est sans ambiguïté.

Ensuite, la distinction présente l'intérêt de s'articuler avec le point 5 de l'article 99 de la directive OPCVM, tel que modifié par la directive 2014/91/UE, lequel impose aux États membres de prévoir des sanctions à l'encontre des « membres de l'organe de direction et [des] autres personnes physiques responsables de l'infraction ». La décision H2O confirme ainsi la conformité du droit français à cette exigence, tout en assurant le respect du principe de responsabilité personnelle que protègent les articles 8 et 9 de la Déclaration de 1789 et l'article 6, § 2, de la Convention européenne des droits de l'homme.

Enfin, la solution ménage une possibilité d'exonération : celle des « circonstances particulières faisant obstacle à la mise en cause de leur responsabilité ». La notion, aux contours volontairement larges, devra être précisée par la jurisprudence à venir. On imagine qu'elle pourrait couvrir, par exemple, l'hypothèse d'un dirigeant tenu à l'écart des décisions litigieuses, ou d'un directeur des investissements n'exerçant qu'une autorité nominale sur la stratégie des fonds.

#### C. Une méthode d'appréciation de la proportionnalité à la fois didactique et restrictive

L'appréciation de la proportionnalité appelle également commentaire. La solution est classique dans sa méthode : le juge de l'excès de pouvoir vérifie l'adéquation de la sanction aux manquements tels qu'ils étaient connus au jour de la décision de la commission, quitte à intégrer ultérieurement, en qualité de juge de plein contentieux, des événements postérieurs lorsqu'il réforme la sanction (considérant 60). La cristallisation temporelle est rigoureuse et protectrice de la prévisibilité.

Elle comporte toutefois une limite pratique importante. En l'espèce, H2O a présenté, plus de deux ans après la décision contestée, une offre transactionnelle de 250 millions d'euros qui a abouti à 76 181 accords et qui, en vertu de l'article 1.2 du protocole, aurait bénéficié aux porteurs en cas de minoration judiciaire de la sanction. Le refus d'en tenir compte, sauf à réformer la sanction, interroge. On peut comprendre la rigueur

7 Selon l'heureuse formule de Michel Stork, art. précité.

8 CE, 6e ch., 30 décembre 2021, n° 437950 Novaxia AM.

: accepter ces éléments reviendrait à inciter les sociétés sanctionnées à retarder toute indemnisation jusqu'à la procédure juridictionnelle, dans l'espoir d'une minoration. Mais le refus peut paradoxalement décourager l'indemnisation spontanée et volontaire des investisseurs lésés. Le signal envoyé par la décision subséquente de la FCA — renoncer à toute sanction pécuniaire pour favoriser l'indemnisation — est, de ce point de vue, le miroir inversé de la position française.

Cette divergence n'est toutefois, comme le souligne le Conseil d'État, qu'apparente : AMF et FCA ont réalisé, à leur manière, une forme de division du travail, la première prononçant la sanction, la seconde s'abstenant en considération d'une indemnisation que l'AMF ne pouvait prendre en compte ratione temporis. On peut y voir une illustration pragmatique de la coopération prévue à l'article 99 *quater* de la directive OPCVM.

Mais à aucun moment le Conseil d'État ne relève qu'une coordination expresse et explicite n'a eu lieu entre l'AMF et la FCA. Cela laisse à penser qu'il faudrait une incompatibilité de décision, relevée à posteriori pour que l'exigence de coordination soit méconnue. Il n'est pas évident que cette présomption de coordination des autorités de marché soit des plus équilibrée.

## Conclusion

Malgré la clarté du raisonnement d'ensemble, deux zones d'ombre subsistent. D'une part, la portée exacte des « circonstances particulières » susceptibles de faire obstacle à la responsabilité d'une personne agissant pour le compte d'une société de gestion reste à déterminer. L'on ignore par exemple si une opposition formelle aux décisions litigieuses, restée sans effet, pourrait jouer comme une cause d'exonération, ou si, à l'inverse, seule l'absence complète d'association aux décisions serait de nature à l'écartier. D'autre part, la solution ne tranche pas, à titre général, la question de savoir comment coordonner les procédures de sanction lorsqu'elles sont simultanément engagées par deux autorités. L'article 99 *quater* de la directive OPCVM impose une coopération, mais laisse

entières les questions de l'ordre des procédures, de la prise en compte mutuelle des sanctions déjà prononcées ou du respect du principe *ne bis in idem*. Il reste une zone grise que la Cour de justice de l'Union européenne, voire la Cour européenne des droits de l'homme, seront peut-être appelées à préciser.

Reste, enfin, la question plus générale du rôle du contentieux de la sanction financière dans l'indemnisation des investisseurs lésés. La solution retenue, qui dissocie strictement sanction et réparation, est cohérente avec la nature administrative et non civile de la sanction prononcée. Mais, combinée au refus de tenir compte, au stade de la proportionnalité, des offres transactionnelles postérieures, elle laisse aux porteurs l'intégralité du fardeau procédural de l'indemnisation. La solution singulière de la FCA, consistant à substituer l'indemnisation à la sanction, pourrait inspirer, à l'avenir, une réflexion sur l'articulation française entre les deux logiques. L'arrêt H2O du 13 juin 2025 est une décision de principe dont la valeur de « méthode » dépasse largement le cas d'espèce. Il tient ensemble l'affirmation de la compétence transfrontalière de l'AMF, la préservation des garanties procédurales fondamentales — au premier rang desquelles le droit de se taire — et la mise en ordre du régime de responsabilité des dirigeants étrangers.

L'apport majeur de la décision réside dans la distinction claire entre l'imputation de plein droit qui pèse sur les dirigeants effectifs d'une société de gestion française et l'imputation pour fait personnel qui peut atteindre les personnes agissant pour le compte d'une société de gestion étrangère. Loin d'établir une automaticité, cette seconde voie suppose que soit établie une implication directe et personnelle dans les manquements, préservant en ce sens le principe de responsabilité personnelle. Au-delà, l'arrêt scelle la sévérité nouvelle du contentieux de la sanction en droit financier français et souligne, par contraste avec la décision ultérieure de la FCA, la difficulté persistante à articuler sanction administrative et indemnisation des investisseurs — enjeu que les prochaines années ne manqueront pas de faire réapparaître. ■

# CONTENTIEUX des SOCIÉTÉS COTÉES et des OFFRES PUBLIQUES

Sous la supervision de Didier Poracchia, Quentin Bertrand et Florent Testud

## Chronique

## Quelques enseignements tirés de la jurisprudence boursière récente

Auteur(s)



**Olivier Huyghues Despointes**

Avocat associé, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI



**Sophie Robert**

Avocat, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI



**Alexis de Mailly Nesle**

Avocat, Darrois Villey Maillot Brochier AARPI

Parmi la jurisprudence récente se rapportant au droit boursier, trois arrêts parus au cours des douze derniers mois méritent une attention particulière, sans prétendre au commentaire exhaustif, en ce qu'ils apportent des précisions utiles dans les domaines concernés : le bien-fondé d'une demande d'offre publique de retrait formée par des actionnaires minoritaires (CA Paris, 19 mars 2026, RG n°25/17346, Gaumont), les conditions de désignation de l'expert indépendant en matière d'offre publique (CA Paris, 20 novembre 2025, RG n°25/10127, Tarkett) et l'absence de responsabilité civile en cas de violation d'une position-recommandation de l'Autorité des marchés financiers (AMF) (Cass. com., 9 juillet 2025, n° 23-15.492).

### 1. L'affaire Gaumont : un rare cas d'OPR enjointe à la demande d'un actionnaire minoritaire

L'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 19 mars 2026 est l'une des rares décisions portant sur la recevabilité d'une demande d'offre publique de retrait formulée par un actionnaire minoritaire<sup>1</sup>. Il concerne la société Gaumont, cotée sur le marché Euronext Paris (compartiment B) et contrôlée par le groupe familial Seydoux (composé de la société Ciné Par et de membres de la famille Seydoux) qui détenait, au moment de la demande, 89,79 % du capital et 94,42 % des droits de

vote.

Rappelons qu'en 2017, la société Gaumont (dont le groupe familial Seydoux détenait alors 64,59% du capital et 70,85% des droits de vote) avait cédé sa participation dans la société Les Cinémas Gaumont Pathé et que cette cession, qui avait été soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires en application de la position-recommandation AMF n°2015-05 sur les cessions et acquisitions d'actifs significatifs<sup>2</sup>, avait permis à Gaumont de recevoir un produit de cession de 380 millions d'euros. Le conseil d'administration avait décidé d'offrir ces liquidités aux actionnaires minoritaires au moyen d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) à un prix de 75 euros par action<sup>3</sup> à laquelle le groupe familial Seydoux n'a pas participé. À l'issue de l'offre, celui-ci a été relégué et détenait donc 88,63 % du capital et 93,66 % des droits de vote. La société Ciné Par a par la suite très rapidement acquis un bloc représentant 1,09 % du capital au prix de 98,20 euros par action, portant la détention du groupe familial à 89,72 % du capital et 94,75 % des droits de vote. La liquidité du titre Gaumont s'est progressivement dégradée par la suite.

Le 6 mai 2025, quatre actionnaires minoritaires de Gaumont ont saisi l'AMF afin qu'elle exige du groupe familial Seydoux le dépôt d'une OPR, se prévalant de l'absence de liquidité sur le marché du titre Gaumont les empêchant de céder leurs

<sup>1</sup> CA Paris, pôle 5, ch. 7, 26 nov. 2020, n° 20/05013, aff. Bourrelrier Group ; CA Paris, 1re ch., sect. H, 4 nov. 2003, n° 2003/03267, B. Maurin, D. Labbé, M. Labbé c/ Seat Pagine Gialle SpA.; CA Paris, 1re ch., sect. H, 7 avr. 1998, n° 97/24825, SA Parfival c/ SA Cauval Industries ; Cass. com., 6 mai 1996, n° 94-13.708, Sté Caves et Producteurs Réunis de Roquefort ; CA Paris, 1re ch., 25 févr. 1994, n° 93/26896, Sté Financière CIRCE c/ Sté Caves et Producteurs Réunis de Roquefort.

<sup>2</sup> Le rapport de l'expert indépendant relève d'ailleurs que cet actif ne constituait pas le « principal des actifs » de la société Gaumont, ce qui aurait pu obliger le groupe familial Seydoux à déposer une OPR sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général (pp. 85-86 du rapport de l'expert indépendant inclus dans la note d'information établie par Gaumont visée par l'AMF sous le numéro 17-173 le 25 avril 2017).

<sup>3</sup> Communiqué de Gaumont du 4 avril 2017.

participations dans des conditions normales.

Pour mémoire, l'article 236-1 du règlement général<sup>4</sup> permet aux actionnaires minoritaires d'une société cotée, dont plus de 90 % du capital ou des droits de vote sont détenus par un ou plusieurs actionnaires majoritaires agissant de concert, de demander à l'AMF d'enjoindre audit(s) actionnaire(s) de déposer un projet d'OPR. L'AMF ne se prononce qu'après en avoir examiné le bien-fondé de la demande au regard des « conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur ».

En l'espèce, l'AMF, confirmée par la cour d'appel de Paris, a fait droit à l'une de ces demandes en se fondant sur la faible liquidité du titre d'une part, et le comportement des demandeurs d'autre part<sup>5</sup>.

**Liquidité du titre.** – Tant la décision de l'AMF que l'arrêt de la cour d'appel de Paris apportent des éclaircissements concernant les modalités d'appréciation de la condition d'illiquidité subordonnant la mise en œuvre d'une OPR sur le fondement de l'article 236-1 du règlement général.

S'agissant tout d'abord de la période sur laquelle l'évolution de la liquidité du titre concerné doit être appréciée, l'AMF avait relevé que le nombre d'actions échangées annuellement avait été divisé par près de six entre 2018 et 2024, et par près de cinq entre 2016 et 2024. Sur ce point, la cour d'appel de Paris considère la période de référence pertinente, dès lors qu'« il s'agit de déterminer si l'illiquidité du titre Gaumont s'est dégradée depuis l'acquisition par l'actionnaire minoritaire ». Ce faisant, la cour rappelle la position qu'elle avait déjà énoncée dans l'affaire Bourrelier (mais à titre complémentaire uniquement), relevant alors que « la situation d'illiquidité du titre s'est accentuée dans le temps »<sup>6</sup>.

En outre, l'AMF avait exclu l'année 2017 de la période de référence étudiée, au motif qu'elle pouvait « être considérée comme exceptionnelle compte tenu de l'offre publique de rachat d'actions ayant eu lieu cette année-là », et est approuvée sur ce point également par la cour d'appel de Paris.

S'agissant ensuite de l'appréciation de l'incidence de cette illiquidité sur la situation du demandeur, l'AMF a calculé, conformément à sa pratique constante<sup>7</sup>, le délai dans lequel l'actionnaire minoritaire pourrait liquider sa participation entière « à des conditions normales de cours », ce qui implique de limiter ses ventes afin de ne pas peser excessivement sur le cours de bourse de la société ; pour simuler ceci,

l'AMF prend pour hypothèse un volume cédé représentant le quart des volumes quotidiens<sup>8</sup>. Or, l'AMF déduit de cette analyse que les demandeurs n'auraient pu céder leurs titres que dans un « délai théorique compris entre 6 et 17 ans », ce dont il résulte que « la possibilité pour les requérants de céder leurs titres sur le marché, dans des conditions normales de cours et de délai, apparaît durablement compromise et sans perspective d'amélioration ». L'AMF étudie également le temps écoulé entre les dernières acquisitions réalisées par les demandeurs autour de la période de l'OPRA<sup>9</sup> et la demande d'OPR, mais cette condition de délai demeure floue, ce qui avait conduit certains auteurs à proposer de fixer un délai minimum « en dur », d'un an par exemple, entre la date de la demande et la clôture de la dernière offre publique ayant visé la totalité des titres de la cible<sup>10</sup>.

Ce faisant, l'AMF précise encore le délai théorique (en fonction des conditions de marché) permettant à un actionnaire minoritaire de céder ses titres sur le marché, qu'elle estime acceptable pour ne pas avoir à imposer le dépôt d'une OPR. Jusqu'alors, les décisions en la matière ne permettaient que d'affirmer avec certitude que, d'une part, un délai de 3 mois était acceptable<sup>11</sup> pour l'autorité boursière, alors qu'un délai de 27 ans était anormalement long<sup>12</sup>, ce qui laissait une marge d'incertitude importante. La borne haute de la fourchette semble désormais être abaissée à 6 ans.

**Comportement du demandeur.** – L'existence d'une situation d'illiquidité avérée ne suffit pas ; encore faut-il que le comportement des demandeurs ne s'oppose pas à la recevabilité de leur demande devant l'AMF. L'un des principaux reproches qui peut être fait à un actionnaire demandeur, et qui a été ici mis en avant par le groupe familial, est d'être volontairement entré dans un marché qu'il savait illiquide et d'avoir donc provoqué son propre préjudice, en vue d'instrumentaliser la procédure d'OPR prévue à l'article 236-1 du règlement général.

Or, si le demandeur avait ici bien acquis ses titres Gaumont en 2017, concomitamment à l'OPRA, donc dans un contexte d'illiquidité, l'AMF déclare sa demande recevable, dès lors que le demandeur ne pouvait, à cette époque, raisonnablement anticiper la très forte réduction de la liquidité qui a suivi l'OPRA. Abondant dans le même sens, la cour d'appel juge que la seule acquisition de titres sur un marché peu liquide n'est pas susceptible, par principe, de faire obstacle à une demande d'OPR. En pareil cas, il sera cependant nécessaire que la liquidité se soit dégradée dans le temps pour que la demande du minoritaire ait des chances d'aboutir, ce qui suppose une analyse *in concreto*.

4 Pris en application de l'article L. 433-4 I 1° du code mon. fin.

5 AMF, D&I n°225C1744, 14 octobre 2025, Gaumont ; CA Paris, 19 mars 2026, RG n°25/17346, Gaumont.

6 CA Paris, 5-7, 26 nov. 2020, n°20/05013, Bourrelier Group, n°64 ; D. Bompoin, V. Ramonéda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39 ; S. Robert, JCP E 2021, 1130, n° 10 ; D. Lamarche, S. Martin-Gousset, H. Veillon, BJS févr. 2021, n°121u7, p. 30

7 CMF, D&I n° 203C0195, 10 févr. 2003, Consodata. – CA Paris, 1re ch., sect. H, 4 nov. 2003, n° 2003/03267, B. Maurin, D. Labbé, M. Labbé c/ Seat Pagine Gialle SpA. – AMF, rapp. annuel 2003, p. 85-86 (pour un délai de 3 mois). – AMF, D&I n° 220C1034, 19 mars 2020, Bourrelier Group. – CA Paris, pôle 5, ch. 7, 26 nov. 2020, n° 20/05013, aff. Bourrelier Group. – AMF, rapp. annuel 2020, p. 48-51 (pour un délai de 27 ans).

8 Seuil cohérent avec la limite d'impact applicable aux programmes de rachat dans les textes d'application du règlement n°596/2014 sur les abus de marché et notamment l'article 3.3 du règlement délégué n°2016/1052.

9 AMF, D&I n°225C1744, 14 octobre 2025, Gaumont.

10 D. Bompoin, V. Ramonéda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39.

11 CA Paris, 1re ch., sect. H, 4 nov. 2003, n° 2003/03267, B. Maurin, D. Labbé, M. Labbé c/ Seat Pagine Gialle SpA. – AMF, rapp. annuel 2003, p. 85-86.

12 CA Paris, 5-7, 26 nov. 2020, n°20/05013, Bourrelier Group, préc.

Conformément à sa pratique passée, l'AMF avait étudié la politique de la société en matière de liquidité du titre et en particulier si le contrat de liquidité qui avait été conclu en 2010, dont l'objectif était l'animation du titre, a effectivement été mis en œuvre, et a par ailleurs examiné si des opérations financières étaient survenues. On relève d'ailleurs que l'AMF compare dans sa décision le prix de la cession de bloc à Ciné Par de 98,20 euros par action au prix plafond du programme de liquidité de 75 euros ; alors qu'il n'est pas évident que l'évolution du cours de bourse doive entrer en ligne de compte en sus du critère de liquidité<sup>13</sup>.

L'AMF relève ainsi que le demandeur « ne pouvait pas en revanche raisonnablement anticiper l'absence de toute acquisition d'actions GAUMONT dans le cadre du programme de liquidité [...] mis en place par la société GAUMONT pendant ces huit années, ni l'absence de toute opération financière sur le titre GAUMONT sur cette même période, et ce, dans un contexte où, de plus, la société GAUMONT a maintenu, et a indiqué qu'elle souhaitait continuer de maintenir, la cotation de ses actions sur le marché réglementé, précisément parce que « la cotation en bourse permet de garder toutes les options ouvertes en matière de financement ». La cour constate dans le même sens qu'aucun élément ne laissait penser que le demandeur pouvait anticiper la dégradation de la liquidité du titre et que le rapport de l'expert indépendant réalisé pour l'OPRA ne suffisait à lui seul à déduire que la dégradation de la liquidité pouvait être anticipée 8 ans après.

Il se déduit donc de ce raisonnement qu'à l'inverse, comme le soulignaient deux auteurs, dans l'hypothèse où la situation d'illiquidité aurait préexisté à l'investissement du demandeur et ne se serait pas aggravée dans l'intervalle, sa demande aurait pu être déclarée irrecevable<sup>14</sup>.

En outre, et au résultat de ce qui précède, toute augmentation de sa participation par un actionnaire demandeur pendant la période d'aggravation de l'illiquidité semble devoir être sanctionnée par l'irrecevabilité de sa demande : l'AMF et la cour d'appel relèvent ainsi que les trois autres demandeurs avaient augmenté leur détention postérieurement à 2020, alors qu'aucune contrainte légale ne les y avait obligés, ce dont il découlait qu'ils avaient donc « adopté un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du règlement général ».

**Stratégie commune.** – De facto, la recevabilité de la demande d'OPR d'un actionnaire minoritaire profite aux autres actionnaires tant demandeurs que non demandeurs. La cour d'appel de Paris avait cependant énoncé dans l'affaire Bourrelier qu'il était fait exception à ce principe dans l'hypothèse où il était établi « que ceux-ci ont adopté de concert un comportement contraire à l'article 236-1 du RGAMF »<sup>15</sup>. Les requérants se prévalaient de cette exception pour faire valoir que la demande d'Axxion était irrecevable. Au soutien de cet argu-

ment, ils faisaient valoir que les demandeurs sont tous entrés au même moment au capital de Gaumont, qu'ils se sont coordonnés pour céder leurs titres à une même personne (l'un des minoritaires) en 2021 et en 2022 et qu'ils étaient représentés, dans le cadre de la demande d'OPR, par un conseil unique, l'ensemble de ces éléments devant démontrer l'existence d'une stratégie commune. La cour d'appel balaye les arguments des requérants au motif que dès lors que l'AMF a retenu, d'une part, qu'Axxion n'avait pas eu un comportement contraire à l'esprit de l'article 236-1 du règlement général, et, d'autre part, que les trois autres minoritaires auraient eu un tel comportement, il ne pouvait exister de concertation entre eux.

Tirant les conséquences du rejet de son recours par la cour d'appel, le groupe familial Seydoux a déposé, le 13 avril 2026, une OPR au prix de 90 € par action<sup>16</sup>, laquelle suscitera très probablement de vives discussions entre les minoritaires, l'expert indépendant et l'initiateur<sup>17</sup>.

## 2. L'affaire Tarkett : clarification des conditions de désignation de l'expert indépendant

L'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 20 novembre 2025 dans l'affaire Tarkett permet de revenir sur le processus de désignation de l'expert indépendant<sup>18</sup> en matière d'offre publique, à l'occasion d'un cas d'application original de la figure de l'« offre en deux temps » (soit la situation où une deuxième offre publique est initiée quelques mois – ici quelques années – après une première offre n'ayant pas abouti à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire<sup>19</sup>). La plupart du temps, le prix de la deuxième offre est supérieur à celui de la première ; or, dans le cas Tarkett, on observe que le prix de la deuxième offre (16 euros, relevé à 17 euros par action) est inférieur à celui de la première (20 euros par action), ce qui a suscité des critiques de la part des actionnaires minoritaires<sup>20</sup>, et implique une vigilance particulière s'agissant des travaux de l'expert indépendant. La cour d'appel fait preuve dans l'arrêt commenté d'une rigueur bienvenue dans l'appréciation de l'indépendance de celui-ci.

**Désignation de l'expert indépendant.** – Dans le contexte de la préparation de l'offre, le conseil de surveillance de Tarkett avait formé un comité *ad hoc* le 24 janvier 2025, composé de trois membres du conseil de surveillance, qui avait désigné le même jour un expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> du règlement général (société déjà contrôlée par l'initiateur ; accords connexes). Cependant,

13 D. Bompoin, V. Ramoneda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39.

14 D. Bompoin, V. Ramoneda, BJB janv. 2021, n° 119p1, p. 39 ; O. de Baillencourt, Droit des sociétés n° 2, février 2021, comm. 23.

15 CA Paris, 5-7, 26 nov. 2020, n°20/05013, Bourrelier Group.

16 AMF, D&I n°226C0511 du 13 avril 2026.

17 B. de Roulhac, Les minoritaires de Gaumont valorisent le groupe a minima à 200 euros par action, L'Agefi, 31 mars 2026.

18 A.-C. Muller, V. Ramoneda, Chronique de droit des offres publiques 2025, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier-février 2026, 1.

19 O. Huyghues Despointes, S. Robert, L'initiateur d'une offre publique dispose-t-il d'un fusil à deux coups ? Revue Droit & Affaires 2022, p. 188 et s.

20 L. Boisseau, Pourquoi les actionnaires minoritaires de Tarkett ont le sentiment d'être lésés, Les Echos, 18 mars 2025 ; L. Boisseau, Tarkett : l'offre de retrait continue de diviser actionnaires et experts, Les Echos, 5 mai 2025.

lors de l'instruction de l'offre, l'AMF a constaté que l'un des deux membres indépendants du comité *ad hoc* ne présentait pas de garanties d'indépendance suffisantes au sens du code AFEP-MEDEF, de sorte que le comité *ad hoc* ne répondait pas aux exigences de composition de l'article 261-1 III du règlement général. Le conseil de surveillance de Tarkett a alors, en application de l'article 261-1-1 du règlement général, soumis à l'AMF l'identité de l'expert indépendant qu'il envisageait de désigner. Le 25 mars 2025, l'AMF a informé Tarkett de sa décision de ne pas s'opposer à la désignation de l'expert.

Le requérant critiquait un recours tardif à la procédure de non-opposition prévue à l'article 261-1-1 du règlement général, notamment dans la mesure où l'expert indépendant avait commencé sa mission dès sa nomination le 24 janvier 2025 et où plusieurs réunions de travail s'étaient tenues avant que la procédure de non-opposition ne soit mise en œuvre. Sur ce point, la cour d'appel énonce d'abord qu'il est indifférent que le comité *ad hoc* ait préexisté préalablement à la demande formée par la société Tarkett à l'AMF, et ajoute qu'il n'existe aucun délai imparti pour mettre en œuvre la procédure de non-opposition lorsque la société prend connaissance de l'impossibilité de constituer un comité *ad hoc*.

Le requérant avançait encore que l'information transmise à l'AMF était insuffisante pour lui permettre d'apprécier son indépendance. La cour d'appel rejette cet argument, en constatant que l'information exigée avait bien été fournie à l'AMF, et qu'en l'absence de motifs raisonnables susceptibles de remettre en cause les compétences ou garanties notamment d'indépendance de l'expert, il n'y avait pas lieu de s'opposer à la nomination de celui-ci. À cet égard, on rappellera les décisions du 25 octobre 2024 dans lesquelles l'AMF s'était opposée à la nomination de l'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1-1 II du règlement général alors qu'elle ne s'y était pas formellement opposée lors de la demande initiale formulée sur le fondement du I du même article par les sociétés concernées<sup>21</sup>.

**Indépendance vis-à-vis de l'initiateur.** – Le requérant remet en cause l'indépendance de l'expert vis-à-vis de l'initiateur de l'offre, pour une variété de raisons : le relèvement du prix de l'offre résulterait de « négociations » entre l'expert et l'initiateur, auxquelles les minoritaires n'ont pas pu participer ; les honoraires de l'expert ont été plus importants que ceux initialement envisagés, ce qui remettrait en cause son objectivité ; et l'expert indépendant n'aurait pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles qui lui avaient été communiquées par les dirigeants de la société cible, ce qui priverait le rapport d'un regard critique et indépendant. Ces critiques ne sont d'ailleurs pas nouvelles : dans l'offre Waga Energy de 2025, un actionnaire minoritaire avait mis en cause l'indépendance de l'expert au motif que celui-ci était in-

tervenu sur plusieurs offres impliquant le même initiateur<sup>22</sup>.

La cour d'appel de Paris rejette chacun des arguments du requérant. Elle rappelle tout d'abord que l'expert indépendant entretient naturellement des échanges avec l'initiateur, comme le prévoit la doctrine de l'AMF<sup>23</sup>, puis note que le relèvement du prix, favorable aux actionnaires minoritaires, avait bien fait l'objet d'une nouvelle note d'information, de sorte que les actionnaires minoritaires avaient donc pu présenter leurs observations à l'expert comme en témoigne *l'addendum* de son rapport. En outre, la cour d'appel juge qu'un complément de rémunération est tout à fait permis par les textes dès lors qu'il est justifié<sup>24</sup>, et rappelle enfin que si l'expert indépendant doit faire un examen critique des données qui lui sont transmises, il n'intervient pas comme auditeur et il ne lui revient donc pas de vérifier la fiabilité des données mais uniquement d'en apprécier la vraisemblance et la cohérence.

#### **Indépendance vis-à-vis des établissements présentateurs.**

– L'article 1er de l'instruction 2006-08 fournit une liste non-limitative de cas dans lesquels l'expert indépendant est considéré comme étant dans une situation de conflit d'intérêts ; seule l'existence de liens juridiques ou de liens de capital entre l'établissement présentateur et l'expert (ce qui est rare) y est visée. En revanche, l'article 261-4 I du règlement général prévoit que « *l'expert indépendant ne doit pas intervenir de manière répétée avec le ou les mêmes établissements présentateurs ou au sein du même groupe lorsque la fréquence de ces interventions est susceptible d'affecter son indépendance* ». On sait qu'il s'agit d'une critique régulièrement soulevée par certains actionnaires.

Au cas présent, le requérant faisait valoir qu'il existait une dépendance financière de l'expert à l'égard des établissements présentateurs de l'offre, puisque l'activité du cabinet d'expertise dépendait très largement du choix fait par les deux banques présentatrices. Or, la part des expertises effectuées par l'expert dans des opérations impliquant les banques présentatrices représentait un fort pourcentage de son chiffre d'affaires réalisé au titre des expertises indépendantes, étant précisé que le requérant estimait que seul ce chiffre d'affaires, limité à l'activité d'expertise indépendante, et non le chiffre d'affaires global du cabinet de conseil, devait être pris pour référence.

Cette référence au chiffre d'affaires de l'activité d'expertise indépendante fait écho aux décisions de l'AMF du 25 octobre 2024 dans lesquelles le chiffre d'affaires de l'activité expertise indépendante avait été isolé au sein du chiffre d'affaires global du cabinet afin d'étudier l'indépendance de l'expert<sup>25</sup>. À rebours, la cour d'appel énonce ici qu'il convient d'apprécier

21 AMF, D&I n° 224C2083, 25 octobre 2024, Société industrielle et financière de l'Artois ; AMF, D&I n° 224C2084, 25 octobre 2024, Compagnie du Cambodge ; AMF, D&I n° 224C2085, 25 octobre 2024, Financière Moncey.

22 Rapport de l'expert indépendant (p. 89) inclus dans la note d'information établie par la société Waga Energy en réponse à l'offre publique d'achat simplifiée initiée par Box BidCo SAS, visée par l'AMF sous le numéro 25-455 le 21 novembre 2025.

23 Article 4 de l'instruction AMF DOC-2008-06.

24 Article 3§6 de l'instruction AMF DOC-2008-06.

25 AMF, D&I n° 224C2083, 25 octobre 2024, Société industrielle et financière de l'Artois ; AMF, D&I n° 224C2084, 25 octobre 2024, Compagnie du Cambodge ; AMF, D&I n° 224C2085, 25 octobre 2024, Financière Moncey.

le chiffre d'affaires au regard du chiffre d'affaires total du cabinet de conseil, et non des seuls montants perçus au titre de l'activité d'expertise indépendante. Dans le même sens, elle explique qu'à défaut d'établir que cette activité constitue une activité essentielle pour le cabinet en question, la dépendance financière ne peut être étudiée qu'au regard de son chiffre d'affaires global. La cour d'appel de Paris rappelle également que les établissements présentateurs n'interviennent en aucun cas dans le choix de l'expert indépendant, puisque celui-ci est désigné par la société cible. Si cette observation est exacte du point de vue juridique, il est vrai que les établissements présentateurs peuvent, dans certaines situations, exercer une influence de fait dans le processus de sélection.

**Période de référence.** – L'article 1er de l'instruction 2006-08 énonce que l'existence d'une situation de conflit d'intérêts doit être appréciée par rapport aux interventions de l'expert concerné sur une période de référence de dix-huit mois précédant la date de sa désignation. Cette même période de référence était reprise par l'AMF dans sa décision, et n'était pas remise en cause par la cour d'appel.

En ce point également, l'arrêt commenté contraste avec les décisions rendues par l'AMF le 25 octobre 2024, dans lesquelles l'autorité boursière avait constaté que « *les dispositions de l'article 261-4 du règlement général ne mentionnent aucune restriction, notamment en termes de période de référence, étant précisé qu'une période trop courte ne permet pas d'apprécier une éventuelle répétition s'agissant d'opérations financières nécessitant par nature plusieurs mois de préparation et de réalisation* »<sup>26</sup> et avait en conséquence fait référence à une période de douze ans pour apprécier l'indépendance de l'expert.

En pratique, les grands groupes ayant fréquemment recours à des cabinets de conseil pour l'accomplissement de missions de nature variée (hors expertise indépendante), la prise en compte d'une période de référence excessivement longue peut engendrer des difficultés importantes dans la sélection d'un expert indépendant à l'occasion d'une offre publique. La cour semble en tenir compte.

### 3. L'affaire Biophytis : absence de responsabilité civile en cas de violation de la doctrine de l'AMF

**Mise en place d'une equity line.** – La société Biophytis, active dans le secteur des biotechnologies, s'est introduite en bourse en 2015 sur Euronext Growth, puis en 2021 sur le NASDAQ (via un programme d'american depositary shares). En 2019, afin de financer sa croissance, Biophytis avait conclu avec la société Negma un contrat d'émission d'ORNANE avec BSA attachés, pour un montant total de 24 millions d'euros, aux termes duquel Negma devait avancer lesdits fonds à Biophytis, et bénéficiait en retour du droit d'en exiger le rem-

boursement par tranches séquencées. Comme il est d'usage dans ce type de financement, généralement visé sous le nom d'« *equity lines* » (ou encore, en français, « PACEO »), l'émetteur pouvait, à son choix, rembourser Negma en numéraire ou par la conversion d'obligations en actions, selon une parité incluant une décote par rapport au cours de bourse historique moyen de Biophytis, de sorte à assurer à Negma la réalisation d'un profit en cédant sur le marché les actions reçues (ou en les vendant à découvert avant de les recevoir).

**Nullité du contrat et action en responsabilité.** – La vente systématique par Negma des actions émises par Biophytis en remboursement de l'ORNANE (l'option de remboursement par conversion étant favorisée par Biophytis afin de préserver sa trésorerie) a nécessairement exercé une pression baissière sur son cours de bourse (d'autant que la chute du cours de bourse entraînait un accroissement du nombre d'actions émises, et donc cédées), et celle-ci a alors résilié le contrat d'émission en avril 2020. Assignée en paiement de dommages et intérêts par Negma, Biophytis a reconventionnellement sollicité la nullité du contrat et, à titre subsidiaire, engagé la responsabilité de Negma, notamment pour violation de la doctrine de l'AMF – c'est ce dernier point qui sera étudié ici.

Le 16 mars 2021, le tribunal de commerce de Paris déboute l'émetteur de ses demandes, et le jugement est confirmé le 17 janvier 2023 par la cour d'appel de Paris<sup>27</sup>, qui déboute l'émetteur de son action en responsabilité précitée. L'arrêt est partiellement cassé par la Cour de cassation du 9 juillet 2025, mais pas sur ce point, pour lequel la Cour de cassation énonce que « *la méconnaissance d'une position-recommandation de l'AMF, laquelle n'a pas de force obligatoire, ne peut, à elle seule, constituer une faute civile* » (§ 21). Cet attendu contient plusieurs affirmations qui méritent qu'on s'y arrête.

**L'absence de caractère contraignant de la doctrine de l'AMF.** – Selon la Cour de cassation, la doctrine de l'AMF « *n'a pas de force obligatoire* ». Il convient ici de rappeler qu'en principe, l'AMF dispose uniquement d'un pouvoir réglementaire spécial strictement délimité par l'article L. 621-6 alinéa 1 du code monétaire et financier qui lui permet de « *prendre un règlement général qui est publié au Journal officiel de la République française, après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie* », dont le champ est défini aux articles L. 621-7 et L. 621-7-1 du même code. Cependant, comme le souligne le Conseil d'État, le « caractère très technique et évolutif des activités financières » suppose « *une abondante production de normes d'interprétation, le droit dur ne pouvant régler toutes les questions* »<sup>28</sup>, ce qui fait du droit financier une « *terre d'élection du droit souple* »<sup>29</sup>. C'est pourquoi le législateur a permis, depuis l'époque de la COB, au régulateur boursier de « *publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation*

27 CA Paris, pôle 5, ch. 16, 17 janv. 2023, n°21/06879.

28 CE, « Le droit souple », 2013, étude annuelle, p. 36.

29 A.-C. Muller, Droit financier – Les opérations de marché, 2023, *Economica*, p. 53.

26 AMF, D&I n° 224C2083, 25 octobre 2024, Société industrielle et financière de l'Artois ; AMF, D&I n° 224C2084, 25 octobre 2024, Compagnie du Cambodge ; AMF, D&I n° 224C2085, 25 octobre 2024, Financière Moncey.

du règlement général »<sup>30</sup>, ce dont l'AMF (à l'instar des autorités européennes) a fait un usage abondant : on recense aujourd'hui près de 200 instruments de doctrine publiés sur son site internet, s'adressant aux sociétés cotées et aux entités régulées sur des sujets aussi variés que l'information financière, les offres publiques, les placements collectifs ou encore les actifs numériques.

À première vue, l'affirmation du caractère non-contraignant de la doctrine de l'AMF tombe sous le sens : affirmer le contraire et sanctionner la violation de ces instruments reviendrait à lui reconnaître un pouvoir réglementaire excédant la délégation qui lui est consentie, et à laquelle le juge ne saurait prêter son concours. Pour autant, si le droit souple secrété par l'AMF n'a pas, à strictement parler, « force obligatoire », il ne fait pas de doute qu'elle exerce une véritable influence sur le comportement des acteurs auxquels elle s'adresse. À commencer par le fait que l'AMF elle-même applique sa doctrine dans l'exercice de ses missions et dans ses interactions avec les sociétés cotées et les entités régulées. Pour prendre l'exemple des opérations financières, qui nous est le plus familier, l'émetteur désireux de lever des fonds sur les marchés anticipera que l'AMF, dans son examen du prospectus qui lui est soumis, examinera la conformité du document à sa doctrine<sup>31</sup> et émettra son visa en conséquence. Il en est de même s'agissant du projet de note d'information qui sera soumis au collège de l'AMF dans le cadre d'une offre publique<sup>32</sup>. La pression sur l'émetteur peut également provenir du marché, qui exigera que la société se conforme aux meilleures pratiques de gouvernance et aux plus hauts standards de droit boursier, extériorisés par ladite doctrine, et éventuellement relayés par l'AMF qui peut chaque année, dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise, pointer du doigt celles des sociétés cotées dont elle estime qu'elles sortent du rang, selon la pratique du « name and shame ». Dans ces circonstances, la doctrine de l'AMF est « ressentie comme étant obligatoire »<sup>33</sup>.

L'influence de fait qu'exercent les déclarations de l'AMF a été reconnue il y a dix ans par le juge administratif à l'occasion de l'affaire *Fairvesta International GmbH*<sup>34</sup>, où le Conseil d'État a énoncé que la doctrine boursière peut être « de nature à produire des effets notables, notamment de nature économique » ou avoir « pour objet d'influer de manière significative sur les comportements des personnes auxquelles ils s'adressent », auxquels cas le recours visant à remettre en cause la légalité de ces actes doit être reçu. En somme, l'absence de sanction par le juge de la violation de la doctrine de l'AMF ne suffit pas à épuiser la contrainte exercée par celle-ci sur les acteurs du marché, qu'une analyse factuelle révèle.

**La nécessité de distinguer entre les instruments de doctrine.** – L'incise de la Cour de cassation, qui précise que la doctrine de l'AMF n'a pas « à elle seule » force obligatoire, interroge : dans quelles hypothèses la violation du droit souple édicté par l'AMF peut-elle être sanctionnée ? La première situation qui vient à l'esprit est celle de la doctrine « transparente », c'est-à-dire celle qui se borne à reprendre, sans y ajouter, une norme légale ou réglementaire dont la violation doit, à l'évidence, être sanctionnée par le juge. Ceci suppose de distinguer entre les différents instruments employés par l'AMF. L'absence de caractère contraignant des « recommandations » semble s'imposer, dans la mesure où celles-ci sont des « invitations à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition, comportement ou disposition que l'AMF considère comme susceptibles de faciliter la réalisation des objectifs des normes ou principes généraux relevant de son champ de compétence » : elles n'ont donc pas d'assise légale ou réglementaire, et l'AMF reconnaît volontiers que « de manière générale, le non-respect d'une recommandation ne peut, en lui-même, caractériser une violation de la réglementation »<sup>35</sup>. La situation est plus délicate s'agissant des « instructions », qui constituent l'interprétation du règlement général de l'AMF, et des « positions », qui interprètent les dispositions législatives et réglementaires entrant dans le champ de l'AMF<sup>36</sup>. Leur caractère interprétatif implique en principe qu'elles fassent corps avec les dispositions auxquelles elles se rapportent, et qu'elles bénéficient donc également de la force obligatoire s'attachant à leur nature légale ou réglementaire. Cependant, encore faut-il que l'instruction ou la position se borne véritablement à interpréter les dispositions concernées – ce qui n'est pas l'avis de tous les auteurs, certains n'hésitant pas à évoquer « certaines positions adoptées en dehors de toute base légale (voire *contra legem*) »<sup>37</sup>.

Une autre hypothèse dans laquelle la violation de la doctrine de l'AMF pourrait être sanctionnée par le juge est celle où elle aura été incorporée dans un instrument contractuel, qui se référerait au respect d'une certaine doctrine<sup>38</sup> : elle bénéficiera alors de la force obligatoire du contrat<sup>39</sup>, dans la limite de son effet relatif. Il est d'ailleurs remarquable que le demandeur ait ici cherché à engager la responsabilité contractuelle du défendeur pour violation de la position-recommandation DOC-2020-06 : ce faisant, il semble considérer que celle-ci avait été implicitement intégrée au contrat, ce que la Cour de cassation n'admet pas.

En somme, si le principe est énoncé clairement par la Cour de cassation, sa mise en œuvre par les praticiens sera probablement plus difficile, et il conviendra de suivre avec attention tout éclaircissement supplémentaire qui pourrait être apporté par la jurisprudence ou l'AMF en la matière. On constatera notamment qu'il s'agissait ici d'un litige entre opé-

30 Art. L. 621-6, al. 2 du code monétaire et financier.

31 Et notamment la position-recommandation AMF DOC-2020-06, qui constitue le « Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers ».

32 L'AMF pourra par exemple exiger le respect, sur la base du principe *comply or explain*, de la règle de prix plancher énoncée à l'article 2.a) de l'instruction AMF DOC-2006-07.

33 CE, « Le droit souple », 2013, étude annuelle, p. 106.

34 CE, 21 mars 2016, n°368082, sp. §4

35 AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », 2020.

36 Ibid.

37 H. Synvet, BJB janv. 2026, n°BJB202m3.

38 T. Saupin, BJS oct. 2025, n°BJS204c8.

39 Art. 1103 du code civil.

rateurs privés, et que la doctrine de l'AMF devrait conserver une certaine pertinence dans les rapports que ces derniers entretiennent avec elle. ■

# Chronique

# CONTENTIEUX de la FINANCE

# DURABLE

Sous la supervision de Thibaut Duchesne

## Vigilance et finance : le divorce ?

Auteur(s)



**Thibaut Duchesne**

Agrégé des facultés de droit, Professeur à l'Université Jean Moulin Lyon 3, Directeur du Master Droit des affaires approfondi

24 février 2026 : voici une date dont la mémoire du droit se serait volontiers passée. Elle correspond à l'adoption de la directive dite « Content »<sup>1</sup>, inscrite dans le cadre du paquet Omnibus et destinée à réformer les directives CSRD<sup>2</sup> et CS3D<sup>3</sup>. Rarement, au niveau européen, un tel mouvement de recul aura été observé<sup>4</sup> : des textes à peine adoptés, dont l'encre n'était pas encore sèche et qui n'étaient même pas entrés en vigueur, se trouvent déjà remis en cause. La justification avancée est bien connue, tant elle a suscité de vives réactions : simplifier afin de renforcer la compétitivité des entreprises.

On le sait, tant l'objectif revendiqué – la compétitivité – que la méthode utilisée – la simplification –, ont été largement critiqués de sorte que nous n'y reviendrons que très brièvement<sup>5</sup>. La directive « Content » semble en réalité apporter tout le contraire.

S'agissant de l'objectif poursuivi, à savoir la compétitivité des entreprises européennes, on peut largement douter que le législateur européen ait pris la mesure de son ambition. Outre le fait qu'opposer durabilité et compétitivité soit particuliè-

rement « stérile »<sup>6</sup> – ce qu'un regard porté sur d'autres pays que les seuls États-Unis aurait d'ailleurs permis de prendre conscience –, il faut bien souligner qu'il est étrange d'insuffler de la compétitivité par une aussi grande instabilité législative. Alors que de très nombreuses entreprises européennes avaient d'ores-et-déjà pris le sens de la durabilité, en anticipant tant la directive CS3D que sa transposition, voici qu'au fond les investissements et changements entrepris à cette fin n'auront servi à rien, ou presque<sup>7</sup>. Mais il y a peut-être plus : si la directive initiale avait été construite de telle sorte qu'elle réalisait un effet de ruissellement de la vigilance et, plus globalement, de la durabilité, à travers le monde par le biais de la chaîne d'activités des entreprises soumises aux textes, les modifications opérées visent au contraire, pour une large partie, à affaiblir cet objectif<sup>8</sup>. De fait, à l'harmonisation indirecte des conditions concurrentielles – facteur d'égalité dans la compétition – répond désormais une dislocation de celles-ci en matière de durabilité – facteur d'inégalité dans la compétition.

Quant à la méthode utilisée, à savoir la simplification, on se contentera de trois remarques, presque sarcastiques. D'abord, il n'y a qu'à lire la directive « Content » pour s'apercevoir de son inintelligibilité flagrante<sup>9</sup>. Pour simplifier, encore faudrait-il avoir des textes dont la compréhension ne relève pas des seuls initiés – et encore... Ensuite, la simplification de la charge réglementaire des entreprises devait-elle réellement passer par la modification des textes en matière de durabilité ? N'y a-t-il pas, au niveau européen, un amas considérable de textes, dont l'utilité est souvent contestable, qui aurait mérité de s'y attaquer avant tout ? À cet égard d'ailleurs, on se demande pourquoi l'Union européenne ne déploie pas le même

1 Dir. (UE) 2026/470 du Parlement européen et du Conseil du 24 février 2026 modifiant les directives 2006/43/CE, 2013/34/UE, (UE) 2022/2464 et (UE) 2024/1760 en ce qui concerne certaines exigences d'information en matière de durabilité applicables aux entreprises et certaines exigences relatives au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, JOUE L, 26 févr. 2026.

2 Dir. (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) n°537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, JOUE L 322/15, 16 déc. 2022.

3 Dir. (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, JOUE L, 5 juill. 2024.

4 V. not. B. Lecourt, « Des obligations d'information en matière de droits de l'homme et d'environnement au devoir de vigilance », in B. Lecourt (dir.), *Le devoir européen de vigilance des sociétés*, Dalloz, 2025, p. 3 spéc. n°14.

5 V. par ex., G. Leray, « Le rapport Draghi, ou l'opposition stérile entre compétitivité et durabilité », D. 2025, p. 240 ; B. Lecourt, « Vente de tempête sur les textes en matière de durabilité », *Rev. sociétés* 2025, p. 368 ; E. Pataut, « Omnibus ? », *RTD eur.* 2025, p. 5 ; J.-M. Moulin, « La proposition européenne de révision du cadre réglementaire de la finance durable (paquet Omnibus) », *RDBF* 2025, étude 3 ; T. Duchesne, « Paquet "Omnibus" : courage, fuyons ! », *BJB* juill. 2025, n°BJS2025i0.

6 G. Leray, « Le rapport Draghi, ou l'opposition stérile entre compétitivité et durabilité », art. préc.

7 T. Duchesne, « Paquet "Omnibus" : courage, fuyons ! », art. préc.

8 Rapp. B. Lecourt, « Vente de tempête sur les textes en matière de durabilité », art. préc.

9 Pour une remarque similaire, v. par ex., V. Magnier, « Le recul de la régulation européenne en matière de transparence et de vigilance des entreprises », *BJS* avr. 2026, n°BJS204m0.

effort en matière de réglementation financière... si ce n'est précisément pour avouer qu'au fond, la matière financière compte bien davantage que la protection des droits humains et de l'environnement. Enfin, là encore, l'instabilité normative est l'ennemi de la simplification.

Quoiqu'il en soit, la directive « Content » étant adoptée – jusqu'à une nouvelle modification ? –, il faut en tirer les conséquences. À cet endroit, il ne s'agit pas dans le présent article de brosser un portrait global des modifications opérées, pour lesquelles les écrits sur le sujet sont déjà nombreux<sup>10</sup>. Il s'agit plus particulièrement de s'intéresser à la place des entités financières réglementées dans la nouvelle perspective de « durabilité des entreprises » – si tant est que cette perspective existe encore réellement – dessinée par le saut en arrière de l'Union européenne et, plus précisément encore, dans le cadre des exigences de vigilance désormais réformées. Le constat apparaît en soi relativement simplement : la vigilance ne rime plus avec la finance. Le principe est désormais définitivement acté de l'exclusion des entités financières réglementées du champ de la vigilance (I). Il n'en reste pas moins que les apparences peuvent être parfois trompeuses. À bien y regarder en effet, cette exclusion connaît de nombreuses limites qui laissent à penser qu'au fond, les entités financières réglementées ne connaîtront pas une parfaite immunité en la matière (II).

## I. Une exclusion affirmée

Au-delà des FIA et des OPCVM, expressément exclus initialement par la directive CS3D<sup>11</sup>, celle-ci n'imposait aux autres entités financières réglementées qu'un devoir de vigilance sur l'amont de leurs chaînes d'activités et non sur l'aval de celles-ci<sup>12</sup>. En d'autres termes, étaient exclues du devoir de vigilance leurs activités d'investissement et fourniture de services financiers, c'est-à-dire l'essentiel de leurs activités<sup>13</sup>. Si cette position avait pu être largement débattue en ce qu'elle conduisait à une certaine hypocrisie quant à la volonté de rendre durables les activités des entreprises, l'article 36.1 de la directive permettait d'atténuer la critique<sup>14</sup>. Celui-ci prévoyait en effet que la Commission devait présenter au Parlement européen, dans les plus brefs délais, un rapport « sur la nécessité de fixer des exigences supplémentaires relatives au devoir de vigilance en matière de durabilité qui soient adaptées aux entreprises financières réglementées en ce qui concerne la fourniture de services financiers et d'activités d'investissement ». Hélas, la directive « Content », outre le maintien de l'exclusion totale des FIA et des OPCVM, supprime tout

simplement cette clause de réexamen<sup>15</sup>. L'exclusion du secteur financier de la vigilance devient donc définitive et, avec elle, l'hypocrisie dénoncée. C'est qu'en effet, comment peut-on, de façon cohérente, souhaiter que les activités des entreprises versent dans la durabilité lorsque l'exigence de durabilité ne s'applique pas au financement de celles-ci ? Plus globalement, si l'on se rappelle que le financement des entreprises est à la base de l'économie, comment peut-on espérer une économie durable, sans finance durable<sup>16</sup> ? Certes, on pourra répondre que la suppression de la clause de réexamen n'empêche aucunement toute révision de la position adoptée à l'avenir. L'affirmation ne semble toutefois que théorique tant cette suppression est un signal politique fort et ferme envoyé par les instances européennes d'exclure définitivement le secteur financier du champ de la vigilance.

Mais il y a plus. La position ainsi adoptée par le législateur européen détonne avec celle actuelle du droit français. Le devoir de vigilance français, en effet, s'il se limite, sur la chaîne d'activités, aux activités des fournisseurs et sous-traitants avec lesquels est entretenue une relation commerciale établie, ne distingue pas, pour les entreprises financières réglementées, l'amont ou l'aval de cette chaîne<sup>17</sup>. Est-ce à dire que le droit français maintiendra, lors de la transposition de la directive, cette position ? On pouvait initialement le penser dans la mesure où la directive CS3D prévoyait une clause de non-régression rédigée en ces termes : « La présente directive ne constitue pas un motif qui justifie une réduction du niveau de protection des droits de l'homme, des droits du travail et des droits sociaux, ou de la protection de l'environnement ou du climat prévu par le droit national des États membres ou par les conventions collectives applicables au moment de l'adoption de la présente directive »<sup>18</sup>. De fait, puisque le droit français est plus contraignant que les exigences de la directive s'agissant des entités financières réglementées, il ne pouvait saisir l'occasion de la transposition de celle-ci afin d'alléger son dispositif. Cependant, la directive « Content » a amendé la disposition en y ajoutant une phrase quelque peu contradictoire : « Toutefois, la première phrase du présent paragraphe n'empêche pas les États membres d'adapter toute législation nationale sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité applicable au moment de l'adoption de la présente directive, en particulier leur champ d'application, en vue de l'aligner sur la présente directive »<sup>19</sup>. Dans la mesure où l'insertion ou l'exclusion d'aval de la chaîne d'activités des entreprises financières réglementées relève du champ d'application de la vigilance, il est désormais loisible au législateur français, dans le cadre de la transposition de la directive, de s'aligner sur cette dernière et exclure ainsi, à

10 V. not., V. Magnier, « Le recul de la régulation européenne en matière de transparence et de vigilance des entreprises », art. préc. ; M. Tirel, « Adoption de la directive Omnibus I modifiant les directives CSRD et CS3D : le cadre européen de la RSE allégé », Dr. sociétés 2026, comm. 32 ; B. Lecourt, « Nouvelles directives "CSRD" et "Vigilance" : terminus de l'omnibus et recul de la durabilité », Rev. sociétés 2026, p. 123 ; Th. Saupin et J.-B. Barbiéri, « Retour vers le futur : la directive Omnibus I est publiée », BRDDA 6/26, 23.

11 Dir. (UE) 2024/1760, préc., art. 2.8.

12 Dir. (UE) 2024/1760, préc., art. 3.1-g et cons. 26.

13 M. de Pinieux, « L'impossible complicité des entreprises financières en cas de violation grave des droits humains ? », Dr. sociétés 2026, à paraître.

14 Dir. (UE) 2024/1760, préc., art. 36.1.

15 Dir. (UE) 2026/470, préc., art. 4.21-a.

16 V. not., J.-M. Moulin, « La proposition européenne de révision du cadre réglementaire de la finance durable (paquet Omnibus) », art. préc., spéc. n°45 ; T. Duchesne, « Paquet "Omnibus" : courage, fuyons ! », art. préc. ; M. de Pinieux, « Saga "vigilance" : où en est-on ? » : [https://www.stradalex.eu/fr/se\\_news/document/se\\_news\\_article20260120-2-fr](https://www.stradalex.eu/fr/se_news/document/se_news_article20260120-2-fr).

17 Dans la mesure où il ne distingue pas, plus largement, en fonction du type d'activité exercée. V. not., sur cette inclusion en droit français, M. de Pinieux, « L'impossible complicité des entreprises financières en cas de violation grave des droits humains ? », Dr. sociétés 2026, à paraître.

18 Dir. (UE) 2024/1760, préc., art. 1.2.

19 Dir. (UE) 2026/470, préc., art. 4.1-b.

son tour, le secteur financier du domaine de la vigilance. Il est donc peu de dire que la clause de non-régression devient finalement... un justificatif de régression<sup>20</sup>.

## II. Une exclusion limitée

Est-ce toutefois à dire que les entités financières réglementées sont désormais dans une situation de parfaite immunité en matière de vigilance ? Si la modification de la directive CS3D le laisse à penser, force est de constater que cette modification n'absout pas ces entités de toute vigilance<sup>21</sup>. Sortie par la porte, l'exigence de vigilance des entités financières réglementées risque de revenir par la fenêtre<sup>22</sup>, soit par l'effet de la directive CS3D elle-même, soit par l'effet d'autres leviers juridiques.

En premier lieu, la directive CS3D peut conduire indirectement à imposer une certaine vigilance au sein des entités financières réglementées dans le cadre de leurs activités d'investissement et fourniture de services financiers. En effet, il ne faudrait pas oublier que, pour les entreprises qui demeureront soumises à la directive, malgré l'élévation des seuils, le devoir de vigilance devra s'exercer sur l'ensemble de leurs chaînes d'activités, c'est-à-dire envers leurs partenaires commerciaux. Ceux-ci sont divisés en deux catégories : les partenaires commerciaux directs, qui regroupent ceux avec lesquels l'entreprise a conclu un accord commercial en rapport avec les activités, produits ou services de l'entreprise ou auquel elle fournit des services<sup>23</sup> ; les partenaires commerciaux indirects, regroupant ceux qui, sans relever de la catégorie précédente, exercent des activités commerciales liées aux activités, produits ou services de l'entreprise<sup>24</sup>. Partant, dès lors qu'une entreprise soumise à la vigilance recourra aux services d'une entité financière réglementée, elle devra en principe exercer son devoir de vigilance à son égard. Par effet de ruissellement, les entités financières réglementées devront se conformer aux exigences dictées en la matière par l'entreprise, sauf à mettre en péril leurs relations contractuelles. Certes, on pourrait considérer, au regard de la définition des partenaires commerciaux, que les entités financières réglementées en sont exclues, celles-ci exerçant par hypothèse une activité financière et non commerciale. Ce serait cependant oublier que la directive, lorsqu'elle définit les partenaires commerciaux ou leurs activités en amont de la chaîne d'activités de l'entreprise soumise à la vigilance<sup>25</sup>, se réfère aux prestations de service et qu'au sein du droit commercial français, les activités financières constituent, précisément, une catégorie d'ac-

tivité commerciale<sup>26</sup>.

En second lieu, au-delà de la directive CS3D, les leviers juridiques ne manquent pas afin de considérer que les entités financières réglementées ne pourront se soustraire à toute exigence de vigilance. Nous en donnerons trois illustrations.

D'abord, la plupart des entités financières réglementées restent soumises aux exigences d'information en matière de durabilité résultant de la directive CSRD, bien que modifiée. Ces exigences ne conduisent-elles pas, pour ces entités, à faire suivre la parole par des actes<sup>27</sup> ?

D'un côté, ainsi qu'on l'a écrit, les préoccupations de durabilité des épargnants sont particulièrement marquées en matière d'investissement<sup>28</sup>. Dans ce contexte, les entités financières réglementées ne sauraient, pour des raisons sociologiques autant qu'économiques, se dispenser d'une communication adaptée en matière de durabilité si elles entendent préserver les investissements. Or, pour répondre réellement aux attentes des épargnants, cette communication ne doit-elle pas inclure une transparence sur les mesures de vigilance – certes volontaires – mises en œuvre ? En effet, une entité financière réglementée qui se contenterait d'afficher des engagements en matière de durabilité sans mettre en avant de telles mesures s'exposerait à une défiance accrue quant à la sincérité de son comportement. D'un autre côté, dans la mesure où l'existence de dispositifs de vigilance est de nature à favoriser l'investissement, l'information fournie en la matière doit nécessairement être réelle et sincère. À défaut, les entités s'exposeraient à des risques de sanction, notamment sur les marchés financiers<sup>29</sup>, en raison ne serait-ce que de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou, plus probablement encore, de la communication d'informations imprécises<sup>30</sup>. L'Autorité des marchés financiers en a d'ailleurs fait une de ses priorités en s'engageant à intégrer les enjeux de la finance durable « dans l'exercice de l'ensemble de ses missions de régulation, de supervision et d'accompagnement »<sup>31</sup>. En somme, les entités financières réglementées n'ont guère d'intérêt à communiquer sur la durabilité sans démontrer les exigences de vigilance qu'elles s'imposent : elles sont ainsi incitées non seulement à les mettre en œuvre, mais aussi à garantir la véracité des informations diffusées.

Ensuite, les obligations professionnelles pesant sur les entités financières réglementées peuvent elles-mêmes revêtir une

20 V. not., sur ce point, M. de Pinieux, « Saga "vigilance" : où en est-on ? » : [https://www.stradalex.eu/fr/se\\_news/document/se\\_news\\_article20260120-2-fr](https://www.stradalex.eu/fr/se_news/document/se_news_article20260120-2-fr).

21 Ne serait-ce en soi que par le fait que, à l'exclusion des FIA et OPCVM, les entités financières réglementées demeurent soumises à la vigilance sur l'amont de leurs chaînes d'activités tout comme à l'égard de leurs filiales, bien que ce soit précisément cette limitation à l'amont qui protège ces entités de la vigilance.

22 Pour reprendre l'expression utilisée par Marie de Pinieux au sujet de l'exclusion du climat. M. de Pinieux, « Saga "vigilance" : où en est-on ? » : [https://www.stradalex.eu/fr/se\\_news/document/se\\_news\\_article20260120-2-fr](https://www.stradalex.eu/fr/se_news/document/se_news_article20260120-2-fr).

23 Dir. (UE) 2024/1760, préc., art. 3.1-f, i)

24 Dir. (UE) 2024/1760, préc., art. 3.1-f, ii)

25 Dir. (UE) 2024/1760, préc., art. 3.1-f et 3.1-g.

26 C. com., art. L. 110-1. V. par ex., F. Dekeuwer-Défossez, E. Blary-Clément et C. Le Goffic, *Droit commercial. Actes de commerce, fonds de commerce, commerçants, concurrence*, LGDJ, 2023, nos 82 et s.

27 Au reste, il faut le rappeler, la durabilité ne peut être effective et efficace qu'autant qu'elle marche sur ses deux jambes : vigilance et information, faire et dire ce que l'on a fait.

28 T. Duchesne, « Le droit et les entreprises face aux préoccupations environnementales des épargnants », RPDA oct. 2025, n°RDA100x6.

29 V. not., sur ces risques, HCJP, Rapport sur la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). *Analyse des risques d'actions en responsabilité civile et de sanctions boursières du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris*, 25 oct. 2023.

30 C. mon. fin., art. L. 465-3-2 et L. 465-3-3 ; Règl. n°596/2014 du 16 avril 2014 du Parlement européen et du Conseil sur les abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72 de la Commission, JOUE L 173/1, 12 juin 2014, art. 12.

31 J. Ansidei, « L'AMF face aux enjeux de la finance durable », BJB mars 2021, n°BJB119s7.

dimension de vigilance en matière de durabilité. L'obligation de meilleure exécution des ordres, applicable aux prestataires de service d'investissement, en est une bonne illustration. Si celle-ci est tournée en principe vers la rentabilité de l'exécution de l'ordre, la directive MiFID II impose de manière plus globale de prendre en compte la nature de l'ordre ou « toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre »<sup>32</sup>. Dès lors, la durabilité ne pourrait-elle pas être regardée comme une telle considération, dès lors que la transition vers une économie durable demeure un objectif affirmé de l'Union européenne ? Plus encore, on sait en effet qu'en matière de meilleure exécution, une exception existe : lorsqu'une instruction spécifique est donnée par le client, l'entreprise d'investissement doit exécuter l'ordre en suivant cette instruction<sup>33</sup>. Ainsi, lorsqu'un client exige que son ordre soit exécuté dans les meilleures conditions au regard de critères de durabilité, le prestataire ne se trouve-t-il pas contraint d'intégrer une forme de vigilance dans l'exécution dudit ordre, sauf à s'exposer à des sanctions disciplinaires ou à l'engagement de sa responsabilité civile ?

Enfin, de manière plus générale, les entreprises financières réglementées, comme toutes les entreprises, entrant ou non

dans le champ de la directive CS3D, demeurent soumises au droit commun de la responsabilité civile. Or, ce dernier constitue un terreau fertile à la mise en œuvre d'une action pour défaut de vigilance au titre, précisément, d'une exigence générale de vigilance découlant des articles 1240 et 1241 du Code civil<sup>34</sup>. Mais plus encore, dans la mesure où les entités financières réglementées sont exploitées sous forme sociétaire, celles-ci sont soumises à l'article 1833, alinéa 2, du Code civil suivant lequel toute société doit être « gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité » et duquel semble découler une obligation générale de vigilance des acteurs sociétaires<sup>35</sup>. Il faut le dire : ces voies ne sont nullement théoriques si l'on constate que des récentes décisions, françaises et étrangères, ont déjà énoncé la possibilité de se saisir de tels fondements<sup>36</sup>.

Au fond, c'est bien dire que si le divorce apparaît acté entre vigilance et finance, un certain concubinage pourrait se maintenir... ■

32 Dir. 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/CE, JOUE L 173/349, 12 juin 2014, art. 27.1 ; C. mon. fin., art. L. 533-18, I.

33 Dir. 2014/65/UE, préc., art. 27.1 ; C. mon. fin., art. L. 533-18, I.

34 V. not., parmi d'autres, récemment, F.-G. Trébulle, « Affaire Shell : un éclairage sur la possible responsabilité climatique des entreprises ? », *Environnement 2025*, étude 4.

35 V. not., et les références citées, T. Duchesne, *La responsabilité pour faute de l'actionnaire*, préf. A. Gaudemet, LGDJ, 2023, nos 251 et s.

36 V. M. de Pinieux et T. Duchesne, « Droit des affaires et durabilité », *Environnement 2025*, chron. 3.



*rcfb*

**Intégralement disponible sur [rcfb.fr](https://www.rcfb.fr)**

La première revue juridique consacrée exclusivement à la matière contentieuse financière, entièrement numérique et 100% gratuite.