

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 alternatives¹ – 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 pénale².

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 boursières³ 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'AMF⁴.

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 membres⁵ soulignant par exemple l'existence de 31 décisions de sanction prononcées par l'AMF en 2024 pour abus de marché mais d'aucune condamnation pénale⁶. 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 25⁷.

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 1789⁸ 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 profitable⁹) 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 complémentaires¹⁰.

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 procès¹¹ ou en cours d'instance¹². 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 financier¹³. 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'AMF¹⁴.

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 aménagées¹⁵ 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'AMF¹⁶ ou d'un arbitrage du Procureur Général¹⁷, 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 »¹⁸.

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 aiguillage¹⁹.

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 »²⁰, 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 »²¹ 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*²², arrêt « le plus décisif de l'histoire de notre procédure pénale »²³. Ce mécanisme constitue en effet une exception notable au principe de l'opportunité des poursuites²⁴ 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 »²⁵, 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 »²⁶, 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'ESMA²⁷ 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 européen²⁸. 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* »²⁹, 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* »³⁰, 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 condamnées³¹ 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 »³².

Néanmoins cette faculté n'est – presque – jamais mise en œuvre pour les personnes sanctionnées pour des abus de marché³³, 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 ans³⁴ avant que la décision ne soit automatiquement anonymisée³⁵. 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* »³⁶, 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* »³⁷), 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* »³⁸. 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* »³⁹ 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 sanction⁴⁰. 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 »⁴¹.

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 »⁴², le législateur imposant en effet à l'AMF de présenter sur son site internet un suivi des recours⁴³. 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 ».⁴⁴

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 »⁴⁵.

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* »⁴⁶ – qui constitue « une version douce du pilori »⁴⁷ – 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 »⁴⁸, 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 publiques⁴⁹ (open data), qui a marqué un « *changement de paradigme* », d'une logique de communication à une « *dynamique de publication proactive et massive* »⁵⁰, 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* »⁵¹, qui devrait prochainement concerner les décisions pénales⁵², 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* »⁵³.

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'AMF⁵⁴ 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*⁵⁵ 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 financier⁵⁶, 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 recours⁵⁷, étant précisé que la faculté de solliciter a posteriori un sursis à exécution de la décision de non-anonymisation⁵⁸ 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 commun⁵⁹, 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 marché⁶⁰ (« 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 point⁶¹. 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 »⁶².

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 »⁶³.

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 manquement⁶⁴.

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 »⁶⁵ ; 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 »⁶⁶.

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 MAR⁶⁷.

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).