Délit d'initié : l'affaire du réseau *Airgas*

Auteur(s)



Nicolas Ida
Agrégé des facultés de droit, Professeur à Aix-Marseille Université

Par son jugement rendu le 13 avril 2026 dans l'affaire Airgas, le tribunal correctionnel de Paris prononce de premières condamnations pénales dans le cadre d'une affaire de réseau d'initiés. La décision est emblématique du renouveau actuel du droit pénal financier, marqué par une étroite collaboration de l'AMF à tous les stades de la procédure pénale, ainsi que par la sévérité des sanctions prononcées. La condamnation des initiés de l'affaire Airgas, qui s'appuie de façon remarquable sur des interceptions téléphoniques réalisées durant l'instruction, n'a cependant été possible qu'au prix d'une interprétation discutable du champ d'application du délit d'initié.

1. Une nouvelle illustration du « retour » du droit pénal financier. Le jugement rendu le 13 avril 2026 par le tribunal correctionnel de Paris dans l'affaire *Airgas* mérite assurément d'être signalé aux lecteurs de ces colonnes s'agissant de la première affaire de délit d'initié en réseau portée devant la justice française. L'AMF n'a d'ailleurs pas manqué de saluer la décision rendue par le tribunal correctionnel[1], quelques mois après avoir publié un communiqué alertant sur le développement des réseaux d'initiés, aux côtés de l'Agence française anti-corruption[2]. La décision *Airgas* participe d'une forme de renouveau de la répression pénale en matière boursière[3], marquée par la sévérité des peines prononcées par le tribunal à l'encontre des auteurs d'abus de marché, par le recours à des moyens d'investigation spéciaux – tels que les écoutes téléphoniques – sans équivalent dans les procédures répressives de l'AMF[4] et par la coopération de l'AMF à tous les stades de la procédure pénale, que ce soit au travers d'actes d'enquête, des demandes d'avis ou de la constitution de partie civile.

2. Les faits. En l'espèce, il était reproché à des personnes physiques d'avoir utilisé des informations privilégiées en réalisant, de façon illicite, des opérations portant sur les titres de la société *Compagnie générale de géophysique* (CGG) en 2014, et sur les titres *Airgas* et *Air Liquide*, en 2015. Pour s'en tenir aux opérations suspectes réalisées par le titre *Airgas*, un employé de la *Société Générale*, Stéphane F., surnommé « *l'écrivain* », avait pris connaissance, dans l'exercice de ses fonctions, d'une information privilégiée relative au projet d'OPA de la société française *Air Liquide* visant les titres de la société américaine *Airgas*, cotés sur le *New York Stock Exchange*. Il avait alors transmis l'information privilégiée à Thomas S., surnommé « *le coiffeur* », en contrepartie d'une récompense financière. Ce dernier avait à son tour communiqué l'information privilégiée à trois *traders*, Bertrand V. H., Vania M. et Lucien S., qui ont acheté des *contracts for difference* (CFD) ayant pour sous-jacent le titre *Airgas*. Lucien S. a également transmis l'information privilégiée à un quatrième *trader*, Alexis K., surnommé « *le cowboy* », lequel a ensuite communiqué cette même information à son gestionnaire de fortune, Thierry B., afin que ce dernier réalise des opérations d'achat de CFD *Airgas*, puis de vente de ces instruments financiers au moment opportun. À la suite de l'annonce publique de l'acquisition de la société *Airgas* par la société *Air Liquide*, le 17 novembre 2015, les quatre *traders* ont réalisé des plus-values de l'ordre de plusieurs millions d'euros, par la vente des titres *Airgas* qu'ils avaient acquis avant cette date. Ils ont également rétrocédé au « *coiffeur* » une partie de ces plus-values. Ces personnes ont toutes été condamnées par le tribunal correctionnel à l'issue d'une procédure longue de plus d'une décennie en raison de ses ramifications nombreuses.

3. La procédure. Le point de départ de l'affaire *Airgas* réside dans le signalement effectué en 2015 par l'AMF auprès du PNF, accompagné de pièces recueillies dans le cadre d'une enquête du régulateur financier, dont les données de connexion de certains des intéressés[5]. C'est dans ce contexte qu'a été ouverte une information judiciaire ayant pour objet des faits susceptibles de constituer des délits d'initié concernant le titre *CGG*. Fin 2015, le magistrat instructeur ordonnait l'interception des lignes de téléphone prépayées utilisées par Stéphane F. et Thomas S. L'interception des communications téléphoniques des intéressés révélait de nouveaux faits

1 AMF, « L'AMF salue de premières décisions pénales dans le cadre d'une affaire de réseau d'initiés », 13 avr. 2026.

2 AMF, « 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 juill. 2025.

3 Sur ce sujet, V. not. N. Rontchevsky, « Vers une re-pénalisation des abus de marché ? », *in* L. Saenko (dir.), *Abus de marché : le temps de la répression ?*, *GPL* 6 oct. 2026, n° GPL494y3 ; A. Gaudemet, « Le retour du pénal boursier », *BJB* mai 2026, n° BJB 202p9 ; J. Prorok, « Abus de marché : un sursaut du pénal ? », *BJB* mai 2025, n° BJB202g1 ; A. Mignon Colombet et A. Mennucci, « Réseaux d'initiés : les prémisses d'une nouvelle justice pénale boursière », *RCFB* n° 1/2026. 31, n° RCFB260108 ; N. Ida, « Le renouveau du droit pénal financier », *in Éthique de la bourse et des marchés financiers*, dir. G. Charbonnier et D. Mouralis, actes à paraître en 2027.

4 Sur cela, V. not. D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, R. Salomon et M. Françon, *Les abus de marché*, LexisNexis, 2e éd., 2021, n° 528 et 532 ; Y. Doublet, « L'action de la police judiciaire », *in* R. Salomon (dir.), *Le contentieux boursier : entre répression pénale et sanction administrative*, *BJB* mars 2017, n° 116r6, p. 157.

5 On sait que ces données de connexion sont souvent précieuses dans le cadre des affaires de manquement ou de délit d'initié, en ce qu'elles constituent un élément déterminant du faisceau d'indices permettant d'établir la preuve de la détention d'une information privilégiée par les personnes poursuivies.

de délits d'initiés commis par les intéressés et d'autres personnes avant l'annonce publique, le 17 novembre 2015, de l'acquisition de la société *Airgas* par la société *Air Liquide*. Ces éléments nouveaux ont conduit le procureur de la République financier à délivrer un réquisitoire supplétif des chefs de délits d'initiés, complicité et recel de ces délits et corruption privée active et passive, en ce qui concerne la transmission d'informations confidentielles relatives à l'OPA visant le titre *Airgas*. Une disjonction de procédure a également été ordonnée afin de détacher les faits de délits d'initiés concernant le titre *CGG* des faits de délits d'initiés concernant le titre *Airgas*.

4. Requêtes en nullité. Dans le cadre de l'information judiciaire concernant les opérations sur le titre *Airgas*, certaines des personnes mises en examen ont déposé des requêtes en nullité de l'ensemble de la procédure, fondées, notamment[6], sur l'inconventionnalité de l'accès, par les enquêteurs de l'AMF, aux données de connexion[7]. Par plusieurs arrêts du 7 mars 2019, la chambre de l'instruction de la cour d'appel de Paris rejetait ces requêtes[8]. Statuant sur les pourvois formés à l'encontre de ces arrêts, la chambre criminelle de la Cour de cassation rejetait la plupart des moyens présentés par les mis en examen par plusieurs arrêts très remarqués du 1er avril 2020[9], tout en saisissant la CJUE d'une question préjudicielle relative à la conventionnalité du dispositif français d'obtention des données de connexion par l'AMF. Dans son arrêt *VD et SR* du 20 septembre 2022, la Cour de justice de Luxembourg a affirmé la contrariété au droit de l'Union de la conservation généralisée et indifférenciée des données de connexion, à titre préventif, aux fins de lutte contre les abus de marché[10]. Constatant que les règles nationales d'accès des enquêteurs de l'AMF aux données de connexion étaient contraires au droit de l'Union européenne, la chambre criminelle de la Cour de cassation, par plusieurs arrêts du 10 mai 2023[11], a par la suite censuré les arrêts de la chambre de l'instruction du 7 mars 2019, en leurs seules dispositions ayant rejeté le moyen de nullité relatif au recueil de données de connexion par l'AMF. La chambre de l'instruction de la cour d'appel de Paris, saisie sur renvoi, a cependant retenu dans plusieurs arrêts du 6 juin 2024 qu'il n'y avait pas lieu de prononcer la nullité de la procédure.

5. Sanctions. À l'issue de l'information judiciaire, les sept mis en examen ont été renvoyés devant le tribunal correctionnel du chef – notamment – de délit d'initié[12]. Quatre des sept prévenus (Stéphane F., Thomas S., Bertrand V. H. et Vania M.) ont cependant reconnu les faits dans le cadre d'une CRPC et ont accepté les peines proposées par le procureur de la République financier. Le tribunal correctionnel devait dès lors se prononcer sur les poursuites engagées à l'encontre de Lucien S., Alexis K. et Thierry B. Par le jugement rapporté, le tribunal rejette l'ensemble des exceptions de procédure soulevées par les prévenus et les déclare coupables des faits qui leur étaient reprochés[13]. L'AMF, qui s'était portée partie civile en application de l'article L. 621-16-1 du Code monétaire et financier[14], a en revanche vu certaines de ses demandes indemnitaires rejetées[15]. Le jugement *Airgas* frappe surtout par la sévérité des peines prononcées par les juges[16]. Le tribunal relève que les faits étaient d'une particulière gravité s'agissant de délits portant atteinte à l'intégrité des marchés financiers et à l'égalité des investisseurs, commis par des professionnels avisés de la finance ayant pu réaliser, à cette occasion, d'importantes plus-values évaluées à plusieurs millions d'euros (pt. 344 et s.). Si la circonstance aggravante de bande organisée prévue pour le délit d'initié par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 n'a pu être retenue au regard de l'ancienneté des faits, le tribunal considère néanmoins que les infractions poursuivies sont le fait de délinquants expérimentés ayant agi en réseau, comme le montraient l'entente préalable existant entre eux pour la transmission d'informations privilégiées, la quasi-simultanéité de leurs opérations, l'utilisation de codes chiffrés pour désigner les deux sociétés en cause, ou encore les changements de téléphones ou de lignes téléphoniques prépayées afin d'éviter l'interception des communications (pt. 349 et s.). Ces éléments ont justifié le prononcé d'une peine d'emprisonnement ferme contre Lucien S. (3 ans de prison), Alexis K. (1 an de prison) et Thierry B. (10 mois de prison), reconnus coupables de délits d'initiés et de complicité de ce délit s'agissant du gestionnaire d'actifs Thierry B. Ces derniers ont également été condamnés à de fortes peines d'amende tenant compte notamment des profits exceptionnels réalisés[17], dont une amende de 30 millions d'euros à l'encontre de Lucien S., qui avait réalisé une plus-value estimée

6 Lucien S. et Alexis K. demandaient également au juge d'instruction de se déclarer incompétent territorialement au motif notamment que le titre *Airgas* n'était pas coté en France mais aux États-Unis. Le juge d'instruction a rejeté ces demandes par ordonnances confirmées par la chambre de l'instruction puis par la Cour de cassation dans les arrêts précités. Ces arguments ont cependant été de nouveau mobilisés devant le tribunal correctionnel (V. *infra*).

7 C. mon. fin., anc. art. L. 621-10, al. 1er, devenu art. L. 621-10-2 (L. n° 2018-898, 23 oct. 2018, art. 13).

8 CA Paris, 7 mars 2019, n° 2017/02912 et 2017/06571.

9 Cass. crim., 1er avr. 2020, nos 19-82.221, 19-82.222, 19-82.223, 19-80.900, 19-80.901, 19-80.907, 19-80.908 : *BJB* mai-juin 2020, n° 119c2, p. 21, note A. Pietrancosta ; *Rev. sociétés* 2020. 556, note E. Dezeuze et C. Méléard ; *Banque & Dr.* n° 193, sept.-oct. 2020, p. 44, note A.-C. Rouaud ; *RTD com*. 2020. 682, obs. N. Rontchevsky.

10 CJUE, 20 sept. 2022, nos C-339/20 et C-397/20, *VD et SR* : *Banque & Dr*. nov. 2022, n° 206, p. 45, note A.-C. Rouaud ; *RDBF* nov. 2022, comm. 179, note N. Martial-Braz ; *BJB* janv. 2023, n° BJB201c1, note E. Dezeuze et C. Méléard ; *JCP E* 2023, 1036, note N. Ida ; *D. IP/IT* 2023. 125, obs. A. Lecourt ; *RSC* 2023. 337, note J.-M. Brigant.

11 Cass. crim., 10 mai 2023, n° 19-82.223, n° 19-80.908 et n° 19-82.221, FS-D : *BJB* juill. 2023, n° BJB201i2, note M. Galland ; *Banque & Dr*. juill. 2023, n° 210, p. 26, note A.-C. Rouaud.

12 À l'exception de Thierry B., poursuivi du chef de complicité du délit d'initié commis par Alexis K. Cinq des six autres prévenus se voyaient également reprocher des délits connexes, tels que le blanchiment de délit d'initié (Thomas S., Lucien S., Vania M., Bertrand V. H.), ainsi que le délit de corruption privée passive (Stéphane F.) et le délit de corruption privée active (Thomas S.).

13 Les personnes condamnées ont toutes interjeté appel.

14 R. Galvao, « L'action civile de l'AMF », *BJB* janv. 2025, n° BJB202b4.

15 À rebours du jugement *Casino* (V. T. Corr. Paris, 32e ch., 29 janv. 2026, n° 20037000355, *RCFB* n° 3/2026, note N. Ida), le tribunal a considéré, selon nous à juste titre, que le préjudice moral invoqué par l'autorité boursière se confond avec le trouble social que répare l'exercice de l'action publique (pt. 414). Par ailleurs, le préjudice matériel invoqué à raison de la rédaction d'un avis au cours de l'information judiciaire n'était pas caractérisé s'agissant de l'exécution d'une obligation légale (C. mon. fin., art. L. 466-1) n'ayant entraîné en l'espèce aucun surcoût de fonctionnement par rapport à la charge normale de la mission de l'AMF (pt. 416 et s.). Seules les demandes fondées sur l'article 475-1 du Code de procédure pénale au titre des frais exposés par la partie civile ont été accueillies par le tribunal (pts. 422 et s.).

16 En ce sens, V. les précédents cités par J. Prorok, art. préc., *BJB* mai 2025, n° BJB202g1.

17 Le tribunal rappelle à cette occasion que la peine d'amende ne peut être inférieure au profit tiré de l'infraction (art. L. 465-1, I, A C. mon. fin. ; Cass. crim., 29 oct. 2025, n° 24-84.088, F-D : *BJB* nov. 2025, n° BJB202m0, obs. D. Schmidt).

à près de 10 millions d'euros[18]. La sanction des délits reprochés n'a cependant été possible qu'au prix d'une interprétation extensive des dispositions incriminant le délit d'initié, dont certains des prévenus soutenaient l'inapplicabilité à raison d'opérations entièrement réalisées depuis l'étranger et portant sur les titres d'un émetteur coté dans un pays tiers à l'Union européenne (I). Une fois ces arguments écartés, le tribunal a considéré, fort des écoutes téléphoniques réalisées durant l'instruction, que les délits suspectés étaient suffisamment établis pour entrer en voie de condamnation (II).

I – Le champ du délit d'initié

6. Une interprétation extensive du champ du délit d'initié. Les prévenus ont invoqué de nombreux moyens de défense dont on épargnera au lecteur l'énumération exhaustive, d'autant que certains de ces arguments, qui n'avaient guère de chance de prospérer, ont été aisément écartés par le tribunal[19]. Le débat essentiel portait sur le point de savoir si le délit d'initié français était ou non applicable en l'espèce. Au regard de leur rédaction en vigueur à l'époque des faits, on pouvait en effet douter que les dispositions de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier soient applicables à certaines des opérations reprochées, intégralement réalisées depuis l'étranger et portant sur des titres exclusivement cotés sur un marché financier extra-européen. Ces arguments n'ont pas convaincu le tribunal correctionnel qui considère, dans la lignée des arrêts précédemment rendus par la chambre criminelle de la Cour de cassation, que les dispositions de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier étaient applicables en l'espèce. Ce faisant, le tribunal adopte une lecture extensive du champ d'application du délit d'initié, de façon à préserver sa compétence. Cette solution peut prêter à la critique, non seulement du point de vue des éléments retenus par le tribunal correctionnel pour rattacher les opérations suspectées à la loi française (A), mais aussi au regard de l'interprétation retenue des éléments constitutifs du délit d'initié (B).

A – Le champ d'application territorial

7. Particularité des faits au regard du principe de territorialité du droit pénal. Alexis K., prévenu du chef de délit d'initié, et son gestionnaire de fortune Thierry B., poursuivi pour complicité, soutenaient que la loi française n'était pas applicable aux faits reprochés, commis intégralement en dehors du territoire français, de sorte qu'aucune juridiction française n'était compétente pour en connaître (pt. 78). L'argument n'était pas dénué de pertinence au regard du principe de territorialité du droit pénal. L'article 113-2 du Code pénal énonce en effet que « *la loi pénale française est applicable aux infractions commises sur le territoire de la République* » et que « *l'infraction est réputée commise sur le territoire de la République dès lors qu'un de ses faits constitutifs a eu lieu sur ce territoire* ». En application de ce texte, la chambre criminelle de la Cour de cassation a retenu, dans la célèbre affaire *Péchiney-Triangle*, que les juridictions françaises étaient compétentes pour connaître d'un délit d'initié réalisé à l'étranger et portant sur des valeurs mobilières étrangères, lorsque la divulgation des informations privilégiées a eu lieu à partir du territoire français ou lorsque les ordres de bourse litigieux ont été passés depuis la France[20], ce qui confère au délit d'initié français une portée territoriale particulièrement large[21]. L'affaire *Airgas* présentait toutefois une particularité puisqu'aucun ordre ou élément constitutif du délit d'initié ne pouvait être localisé sur le territoire français s'agissant d'Alexis K. : ce dernier avait en effet acquis des CFD non soumis au droit français, portant sur des actions cotées aux États-Unis, depuis son lieu de résidence en Suisse, et en recourant à un intermédiaire financier situé au Luxembourg.

8. Application de la théorie de l'indivisibilité aux délits d'abus de marché. Les juges rejettent toutefois cet argument en mobilisant la théorie dite de l'indivisibilité pour étendre le champ de la loi pénale française à des comportements d'initiés dont aucun des éléments n'est constitué sur le territoire français[22]. Le tribunal rappelle en ce sens que la loi pénale française est applicable à une infraction commise à l'étranger, fût-ce par une personne de nationalité étrangère, lorsqu'il existe un « *lien d'indivisibilité* » entre cette infraction et une autre infraction commise sur le territoire français (pt. 80), peu important qu'il n'existe aucun lien de complicité ou de coaction entre les prévenus (pt. 89). Selon la jurisprudence, les faits sont indivisibles lorsqu'ils sont rattachés entre eux par un lien tel que l'existence des uns ne se comprendrait pas sans l'existence des autres[23]. Cette définition n'est pas d'une extrême précision, ce qui laisse une marge d'appréciation certaine aux juridictions pénales[24]. En l'espèce, selon le tribunal correctionnel, les délits reprochés à Alexis K. (délit d'initié par utilisation d'une information privilégiée) et à son gestionnaire de fortune (complicité de

18 Ce dernier, visé par un mandat d'arrêt du PNF, a été interpellé dans un pays étranger : *Le Parisien*, 30 sept. 2026.

19 Ainsi par exemple de l'argument tiré de la prétendue déclaration d'inconstitutionnalité des dispositions de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier : dans sa décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015, le Conseil constitutionnel a abrogé l'article L. 465-1 dans sa rédaction résultant de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, et non dans sa rédaction résultant de la loi n° 2013-672, seule applicable dans l'affaire *Airgas* (pt. 135 et s.). On songe encore à la demande d'audition de la secrétaire générale adjointe de l'AMF, qui ne pouvait qu'être rejetée dès lors que les dispositions de l'article 422 du Code de procédure pénale prévoient que la personne qui s'est constituée partie civile ne peut plus être entendue comme témoin (pt. 97 et s.).

20 Cass. crim., 3 nov. 1992, n° 92-84.745, Bull. crim. n° 352 : *BJB* mars 1993, n° 31, p. 152, note M. Jeantin ; *JCP E* 1993, I, 218, obs. A. Viandier et J.-J. Caussain ; *Dr. sociétés* 1993, p. 436, note B. Bouloc ; *D.* 1993. 120, note C. Ducouloux-Favard ; *RTD com.* 1993. 534, obs. Y. Reinhard ; *Rev. sociétés* 1993. 436, note W. Jeandidier ; *Banque & Dr.* 1993, n° 27, p. 22, obs. F. Peltier – Cass. crim., 26 oct. 1995, n° 94-83.780, Bull. crim. n° 324 : *BJB* mars 1996, n° 23, p. 120, note N. Rontchevsky ; *LPA* 24 nov. 1995, p. 19, note C. Ducouloux-Favard ; *Dr. pén.* 1996, comm. 189, obs. J.-H. Robert ; *Rev. sociétés* 1996. 326, note B. Bouloc ; *JCP E* 1997, I, 625, obs. C. Lucas de Leyssac ; *Rev. crit. DIP* 1996. 621, note I. Fadlallah ; *RSC* 1996. 138, note J.-P. Dintilhac ; E. Vinsot, « Propos d'humeur sur l'affaire des initiés de Péchiney », *D. affaires* 1997. 268.

21 Un auteur a pu critiquer cette application territoriale de la loi française en matière d'abus de marché, qui peut conduire à une localisation « *artificielle* » des faits constitutifs de l'infraction sur le marché financier affecté ; il a en conséquence été proposé de fonder l'application de la loi française sur la compétence réelle, ce qui conduirait à appliquer, en principe, la loi du marché financier objet de l'infraction : A. Gridel, *Marchés et instruments financiers en droit international privé*, Bruylant, 2023, préf. L. d'Avout, n°s 521 et s.

22 V. déjà CA Paris, 7 mars 2019, préc.

23 Cass. crim., 29 juill. 1875, Bull. crim. n° 239 ; Cass. crim., 23 avr. 1981, n° 79-90.346, Bull. crim. n° 116 ; Cass. crim., 31 mai 2016, n° 15-85.920, Bull. crim., n° 165 ; Cass. crim., 6 mars 2024, n° 23-87.046, F-B.

24 S. Guinchard et J. Buisson, *Procédure pénale*, LexisNexis, 18e éd., 2026, par M. Bouchet et L. Ascensi, n° 1503.

délit d'initié), bien que commis à l'étranger, devaient être regardés comme indivisibles des délits commis depuis le territoire français par les initiés qui constituaient les différents maillons de la chaîne de transmission de l'information privilégiée : les délits reprochés à Alexis K. et à son gestionnaire de patrimoine, connexes entre eux, ne pouvaient en effet se comprendre sans les délits commis par Stéphane F., Thomas S. et Lucien S. (pt. 89). La loi pénale française était donc applicable aux infractions reprochées à Alexis K. et à son gestionnaire de fortune. Par conséquent, le tribunal était territorialement compétent pour en connaître[25] : on sait en effet que l'application de la loi pénale française commande la compétence des juridictions françaises[26]. La loi française réprimant le délit d'initié se voit reconnaître une forme d'« *extraterritorialité* », pour reprendre le mot d'un auteur[27], dans la mesure où les dispositions de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier demeurent applicables même lorsque le délit a été intégralement commis en territoire étranger[28]. Par comparaison, on relèvera qu'un abus de marché portant sur un instrument financier négocié sur une plateforme de négociation située hors du territoire français échapperait à la compétence territoriale de l'AMF telle que définie par l'article L. 621-15, II du Code monétaire et financier dès lors que l'ensemble de ses éléments constitutifs sont localisés à l'étranger[29].

B - Le champ d'application matériel

9. L'indifférence de la nationalité du marché concerné. Trois des prévenus (Lucien S., Alexis K. et Thierry B.) soutenaient que l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, siège légal du délit d'initié, n'était pas applicable aux opérations sur CFD non cotés, et que ces dispositions ne peuvent s'appliquer à des opérations portant sur des titres exclusivement cotés sur un marché financier américain. S'agissant du marché concerné, les dispositions de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, dans leur rédaction en vigueur à l'époque des faits, étaient applicables aux opérations réalisées sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 du même code[30]. Selon ce dernier texte, « *un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables* ». Le tribunal considère que le *New York Stock Exchange* sur lequel le titre *Airgas* est coté correspond à cette définition du marché réglementé (pt. 149), de sorte que les dispositions de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier sont applicables aux opérations réalisées par les prévenus sur ce marché financier américain. Le jugement *Airgas* s'inscrit ici dans la droite ligne de l'interprétation extensive approuvée par la chambre criminelle de la Cour de cassation dans l'un des arrêts rendus dans la même affaire[31]. La solution n'en demeure pas moins critiquable. Elle n'allait pas de soi, car les termes de « *marché réglementé* », qui sont issus du droit de l'Union européenne, renvoient aux seuls marchés des États membres de l'Union[32], comme le soulignaient les prévenus qui invoquaient en ce sens les dispositions de la première directive *Abus de marché*, qui fixe son champ d'application par référence aux seuls marchés réglementés européens[33]. L'argument n'a pas convaincu le tribunal, qui retient à son tour une conception substantielle de la notion de marché réglementé, applicable à tout marché entrant dans le champ de la définition légale, quelle que soit sa localisation géographique[34]. La portée internationale de l'incrimination française du délit d'initié s'en trouve considérablement étendue. Elle pourrait l'être encore davantage, si les tribunaux décidaient de prolonger la solution aux dispositions actuellement en vigueur[35] : le champ du délit d'initié est en effet défini, depuis la transposition de la directive MAD II[36], par référence aux instruments financiers négociés « *sur une plate-forme de négociation* »[37], ce qui englobe à la fois les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation précédemment inclus dans le champ de l'incrimination, mais aussi les systèmes organisés de négociation[38].

10. L'indifférence du recours à un dérivé non coté. Les mêmes prévenus soutenaient également que l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier n'était pas applicable aux

25 Le tribunal prend soin de justifier sa compétence en rappelant que la compétence du tribunal correctionnel du lieu de l'infraction s'étend aux délits qui forment avec l'infraction déférée au tribunal un ensemble indivisible ainsi qu'aux délits connexes (art. 382 al. 1 et 3 CPP), aux coauteurs et complices (CPP, art. 383).

26 A. Gridel, *Marchés et instruments financiers en droit international privé*, *op. cit*., n° 526.

27 A. Pietrancosta, note préc., *BJB* mai-juin 2020, n° 119c2, p. 21, spéc. § 15.

28 Cette construction prétorienne présente pourtant des contours incertains qui peuvent interroger (A. Pietrancosta, *ibid.*) : par exemple, faut-il établir le rôle causal de l'information transmise dans la commission du délit d'initié par utilisation de l'information privilégiée ?

29 Sauf à ce que l'instrument financier considéré soit appréhendé en sa qualité d'« *instrument lié* » à un instrument coté sur un marché français : Cass. com., 12 mars 2025, n° 23-20.432, FS-B : *BJB* sept. 2025, n° BJB202i5, note F. Barrière ; *RDBF* mars 2025, comm. 49, note P. Pailler ; *Dr. pénal* mai 2025, comm. 98, note J.-H. Robert ; *RSC* 2025. 396, obs. J.-M. Brigant et A. Bellezza ; *D*. 2025. 1698, obs. A. Gridel ; *RPDA* mars 2025, n° RDA100g8, obs. N. Ida ; *Rev. sociétés* 2025. 482, note N. Ida ; CA Paris, ch. 7, 29 juin 2023, n° 21/13597 : *Dr. sociétés* oct. 2023, comm. 114, note J. Granotier ; *RTDF* n° 65, mars 2024, note F. Bouaziz ; *RDBF* mars 2024, chron. 1, obs. C. Kleiner.

30 L'expression « *marché réglementé* » dans le texte d'incrimination du délit d'initié remonte à la transposition de la directive DSI par la loi n° 96-597 de modernisation des activités financières. La référence faite par l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier à l'article L. 421-1 du même code définissant les marchés réglementés a quant à elle été introduite par la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires. Ce renvoi à l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier a été supprimé par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, réformant le système de répression des abus de marché (C. mon. fin., art. L. 465-3-4, I, 1°).

31 Cass. crim., 1er avr. 2020, n° 19-82.223, préc.

32 A. Pietrancosta, note préc., *BJB* mai-juin 2020, n° 119c2, p. 21, § 9.

33 Dir. n° 2003/6/CE, PE et Cons., 28 janv. 2003, art. 9.

34 Comme le souligne un auteur (N. Rontchevsky, note préc., *RTD com*. 2020. 682), si cette qualification n'est guère contestable s'agissant du *New York Stock Exchange*, le caractère réglementé ou non d'autres marchés pourrait toutefois s'avérer plus difficile à apprécier dans d'autres hypothèses.

35 En ce sens, F. Drummond, *Droit financier*, *Les institutions, Les activités, Les abus de marché*, Economica, 2020, n° 1099 ; D. Martin et *alii*., *Les abus de marché, op. cit.*, n° 36.

36 Dir. 2014/57/UE Parl. et cons., 16 avr. 2014, art. 1, § 2.

37 C. mon. fin., art. L. 465-3-4, I.

38 Sur la notion de marché réglementé et la difficulté, parfois toute relative, qu'il peut y avoir à tracer une frontière entre marché réglementé et système multilatéral de négociation, V. not. CJUE, ord., 3 oct. 2025, n° C-163/25, *SC Sadalbari SRL* : *RDBF* janv.-févr. 2026, n° 1, comm. 45, obs. T. Bonneau ; *Banque & Dr*. n° 226, mars-avr. 2026, obs. P. Barban ; CJUE, 22 mars 2012, n° C-248/11, *Nilas et a.* : *BJB* juin 2012, p. 248, note T. Bonneau ; *Dr. sociétés* juin 2012, n° 6, comm. 106, note S. Torck ; *RDBF* juill.-août 2012, n° 4, comm. 139, obs. A.-C. Muller.

opérations sur CFD non cotés. Ce texte, dans sa version applicable à l'époque des faits, ne se référait en effet qu'aux instruments financiers admis sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation. Sur ce point, le tribunal rappelle que les CFD sont des contrats financiers visés par l'article L. 211-1, III du Code monétaire et financier. Ce dernier texte disposait, dans sa version applicable à l'époque des faits – et inchangée sur ce point –, que « *les contrats financiers, également dénommés « instruments financiers à terme » sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret* ». Cette liste est prévue par l'article D. 211-1 A du même code, qui vise notamment « *les contrats financiers avec paiement d'un différentiel* ». Or, comme le relève le tribunal correctionnel, « *un CFD est un contrat synallagmatique conclu avec un établissement financier (…) [qui] donne droit au paiement d'une différence de cours négative ou positive au regard du cours de référence d'une valeur dit actif sous-jacent (action ou indice par exemple). Un CFD réplique point par point les variations du prix de l'actif sous-jacent choisi si bien qu'il cote exactement le même prix* » (pt. 143). Partant, selon le tribunal, les CFD peuvent être qualifiés de contrat financier avec paiement d'un différentiel. Cette affirmation, peu contestable, ne répond pas toutefois à la question posée qui est de savoir si l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, dans sa version alors en vigueur, était applicable aux opérations sur CFD non cotés. Le jugement rapporté ajoute que « *si l'objet de l'information privilégiée détenue et ayant déterminé les opérations incriminées est défini précisément à l'article L. 465-1 du code monétaire et financier, il n'importe que l'opération ait elle-même porté sur un instrument financier non admis à la négociation sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 dudit code, ou pour lequel une demande d'admission sur un tel marché a été présentée ou sur un système multilatéral de négociation organisé ou sur un système multilatéral de négociation* » (pt. 145 ; pt. 303). Les juges reprennent ici une solution dégagée dans la même affaire et approuvée par la chambre criminelle de la Cour de cassation dans l'un des arrêts du 1er avril 2020, auquel le jugement se réfère expressément[39]. Cette motivation n'en demeure pas moins contestable au regard du principe de légalité des délits et des peines et de l'exigence de prévisibilité de la répression, comme cela avait été justement souligné par les commentateurs de l'arrêt de la chambre criminelle[40]. Cette difficulté n'aurait cependant plus cours en droit positif : la loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché[41] a en effet comblé cet angle mort de la lutte contre les délits d'initiés en étendant le champ de la répression aux instruments dérivés non cotés[42], conformément à la directive MAD 2[43]. Les différents arguments relatifs à l'inapplication de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier ayant ainsi été écartés par le tribunal, il restait à déterminer si les délits reprochés aux prévenus étaient caractérisés dans tous leurs éléments constitutifs.

II – La preuve du délit d'initié

11. Éléments constitutifs du délit d'initié. Les éléments constitutifs du délit d'initié ont été aisément caractérisés par le tribunal à l'encontre des prévenus. L'élément matériel du délit était établi dès lors que l'information privilégiée apparaissait déterminante des opérations réalisées par Lucien S., comme le laissaient apparaître les conversations téléphoniques interceptées (pt. 170)[44]. En outre, l'élément intentionnel du délit d'initié – qui réside dans la conscience de l'agent de détenir une information privilégiée – était caractérisé pour tous les prévenus : le tribunal a tenu compte de la grande expérience professionnelle de Lucien S. qui lui permettait de connaître la valeur de ces informations, ainsi que des conversations téléphoniques démontrant sa connaissance de l'illicéité de la chaîne de transmission de l'information privilégiée (pts. 173 et s.) ; quant aux deux autres prévenus, il s'agissait de professionnels expérimentés de la finance qui n'ont pu se méprendre sur le caractère privilégié des informations reçues dans ce contexte (pt. 333). On sait en revanche que la preuve de la détention d'une information privilégiée[45], élément préalable du délit d'initié, peut s'avérer délicate. Sur ce point, la décision commentée livre une illustration de l'appropriation, par les juridictions, de la méthode du faisceau d'indices forgée par l'AMF pour les besoins de la preuve du manquement d'initié (A). Le jugement *Airgas* se démarque cependant en raison de l'interception des communications téléphoniques de Stéphane F., Thomas S. et Lucien S., dont les enregistrements ont permis d'apporter la preuve directe de certains des éléments constitutifs des délits d'initiés reprochés à une partie des prévenus (B).

A – Preuve indirecte par faisceau d'indices

12. La méthode. La preuve de la détention d'une information privilégiée peut s'avérer difficile en l'absence de preuves directes, s'agissant des initiés tertiaires qui n'ont, *a priori*, aucun lien avec l'émetteur concerné par l'information privilégiée. Aussi l'AMF a-t-elle systématiquement recours à la méthode du faisceau d'indices concordants pour établir la détention d'une information privilégiée[46]. Selon l'AMF, « *la transmission ou l'utilisation d'une information privilégiée sont des faits qui se prouvent par tous moyens, notamment par un faisceau d'indices graves, précis et concordants duquel il résulte que seule la détention de l'information privilégiée permet d'expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause*

39 Cass. crim., 1er avr. 2020, n° 19-82.223, préc.

40 A. Pietrancosta, note préc., *BJB* mai-juin 2020, n° 119c2, p. 21, § 12 ; N. Rontchevsky, note préc., *RTD com.* 2020. 682.

41 L. n° 2016-819, 21 juin 2016, art. 1.

42 C. mon. fin., art. L. 465-3-4, I, 2°.

43 Dir. 2014/57/UE Parl. et cons., 16 avr. 2014, art. 1, § 2, d).

44 S'agissant de l'achat de CFD *Airgas* par Thierry B. pour le compte d'Alexis K., le caractère déterminant de l'information privilégiée semble résulter du faisceau d'indices tendant à établir que cet achat ne s'expliquait que par la détention des informations privilégiées (pt. 320 à 331).

45 Sans surprise aucune, le tribunal a considéré que les informations relatives au projet d'acquisition de la société *Airgas* par la société *Air Liquide* pouvaient être qualifiées d'informations privilégiées : il s'agissait en effet d'informations précises, non publiques et « *sensibles* », c'est-à-dire susceptibles, en cas de révélation, d'être prises en compte par un investisseur raisonnable comme fondement de ses décisions d'investissement (pt. 158 et s.).

46 D. Martin et *alii*., *Les abus de marché*, *op. cit*., nos 241 et s.

ont procédé. La poursuite n'a pas l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue à la personne qui l'a utilisée, transmise ou a recommandé ou incité sur sa base, sous condition que le rapprochement de ces indices établisse sans équivoque que la personne poursuivie la détenait et sans que les justifications avancées par cette personne ne permettent d'écarter systématiquement les soupçons et indices motivant les poursuites »[47]. Cette méthode probatoire est désormais mobilisée par les juridictions pénales en matière de délit d'initié. En réalité, ces dernières s'appuyaient de longue date sur de simples indices pour apporter la preuve de la qualité d'initié, mais sans que le raisonnement probatoire n'apparaisse aussi structuré que dans les décisions de sanction de l'AMF[48]. Désormais, la preuve du délit d'initié peut reposer sur l'usage de la méthode probatoire systématisée par l'autorité de marché. La chambre criminelle de la Cour de cassation a approuvé le recours par les juridictions pénales à la méthode du faisceau d'indices[49]. Le recours à cette technique probatoire en matière pénale n'est pas, en soi, de nature à porter une atteinte disproportionnée à la présomption d'innocence[50] : les critiques portent moins sur la méthode elle-même que sur son usage critiquable par l'AMF et les tribunaux[51].

13. Utilisation originale du faisceau d'indices pour établir l'identité d'un initié. C'est sur cette méthode probatoire que le tribunal dit s'appuyer pour apporter « *la preuve que l'auteur d'un délit d'initié a détenu une information privilégiée* » (pt. 304). Le raisonnement probatoire forgé par l'AMF n'est cependant mis en œuvre que dans un second temps. S'il était établi que Lucien S. avait communiqué les informations privilégiées portant sur le titre *Airgas* à un tiers surnommé « *le cowboy* », il restait en revanche à démontrer qu'Alexis K. était bien ce mystérieux initié. Le tribunal considère sur ce point que les deux conversations téléphoniques interceptées entre Thomas S. et Lucien S. contribuaient, avec d'autres éléments corroboratifs (pt. 314 et s.), à établir qu'Alexis K. est « *le cowboy* » (pt. 306 et s.). En effet, il résultait des conversations interceptées que « *le cowboy* » connaissait à la fois Thomas S. et Lucien S., que ce dernier lui avait communiqué le 12 novembre 2015 les informations privilégiées dont il disposait – soit le nom des deux sociétés en cause, le prix de l'offre et le délai envisagé de l'annonce de l'acquisition –, et que « *le cowboy* » avait dit à Lucien S. qu'il avait réalisé des opérations sur le titre *Airgas* le 13 novembre 2015. En s'appuyant sur divers éléments du dossier d'enquête, dont le témoignage de Lucien S. et les transactions réalisées le 13 novembre 2015 par le gestionnaire de fortune Thierry B., le tribunal considère que ces éléments correspondaient précisément à Alexis K. (pts. 308 et s.). Les juges se sont ainsi fondés sur un faisceau d'indices afin d'établir l'identité de l'un des récepteurs des informations privilégiées, ce qui n'est que l'expression du principe de liberté de la preuve qui prévaut en matière pénale[52].

14. Premier indice : le caractère atypique de l'opération. Cependant, la caractérisation du délit d'initié reproché à Alexis K. supposait encore d'établir qu'il avait transmis les informations privilégiées à son gestionnaire de fortune Thierry B. afin que ce dernier procède à l'achat de CFD *Airgas* pour son compte. La preuve de la détention de l'information privilégiée est ici apportée par un recours plus classique à la méthode du faisceau d'indices. Le tribunal constate la réunion des trois indices généralement mobilisés au soutien de la preuve de la détention d'une information privilégiée[53] pour considérer que l'achat de CFD *Airgas* par Thierry B. ne pouvait s'expliquer que par la détention des informations privilégiées relatives au projet d'acquisition d'*Airgas* par *Air Liquide* (pt. 320). D'abord, l'investissement réalisé par le gestionnaire de fortune était inhabituel (pt. 327). En effet, si ce dernier avait déjà acquis des CFD pour le compte de son client, le risque de perte financière représentait près de la moitié des avoirs bancaires d'Alexis K. et un tiers de sa fortune estimée à l'époque par lui-même dans la déclaration effectuée auprès de sa banque. En outre, il était établi que Thierry B., qui n'avait jamais investi sur le titre *Airgas* auparavant, ne connaissait ni cette société ni le secteur d'activité dans lequel elle opérait.

15. Deuxième indice : l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information. Ensuite, il ressortait des conversations téléphoniques interceptées qu'Alexis K. était à l'origine de l'opération reprochée et qu'il en suivait l'exécution (pt. 330). Il existait donc un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée. La charge de la preuve est légère pour l'accusation : le tribunal rappelle sur ce point qu'« *il n'importe que les circonstances par lesquelles les informations privilégiées sont parvenues d'Alexis K. à Thierry B. n'aient pas été précisément déterminées* » (pt. 331), conformément à une jurisprudence établie[54]. Comme le soulignent à juste titre certains auteurs, cette formulation, souvent utilisée par l'AMF, traduirait mieux certaines décisions « *si l'on remplaçait "précisément" par "du tout"* »[55]…

16. Troisième indice : l'absence de justification crédible. Enfin, le jugement ajoute que l'achat de CFD *Airgas* par Thierry B. pour le compte d'Alexis K. « *ne s'explique que par la détention des informations privilégiées relatives au projet d'acquisition de la société Airgas par la société Air Liquide* » (pt. 320).

47 AMF CDS, 9 juill. 2025, SAN-2025-09, pt. 252. Pour une illustration récente de cette méthode probatoire, V. not. CA Paris, p. 5, ch. 7, 26 févr. 2026, n° 23/05561, *Terreïs* : *D. actualité* 2 avr. 2026, note N. Ida ; *BJB* juill. 2026, n° BJB202r3, note M. Teller ; *RCFB* n° 3/2026, note T. de Ravel d'Esclapon.

48 V. par ex. TGI Paris, 11e ch. corr., 15 oct. 1976 : *JCP* 1977, II, 18543, note A. Tunc, déduisant un délit d'initié des circonstances dans lesquelles l'opération a été effectuée et notamment de l'importance soudaine du volume d'achat contrastant avec les habitudes antérieures du prévenu.

49 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.

50 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.

51 En ce sens, V. not. K. Deckert et N. Rontchevsky, « La preuve de la détention et de l'utilisation d'une information privilégiée par la méthode du faisceau d'indices », *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly éd., 2017, p. 271 et s.

52 E. Vergès, G. Vial et O. Leclerc, *Droit de la preuve*, Puf, coll. Thémis, 2e éd., 2021, n° 419.

53 F. Drummond, *Droit financier*, *op. cit.*, n° 1139.

54 V. par ex. Cass. crim., 30 mars 2022, préc.

55 D. Martin et *alii*., *Les abus de marché*, *op. cit*., n° 248.

Le tribunal semble ici confondre l'objet de la preuve et l'un des indices composant le faisceau[56]. L'un des indices généralement avancés au soutien de la preuve de la détention d'une information privilégiée tient en effet à l'incapacité de la personne poursuivie à expliquer de façon crédible ses opérations. En l'espèce, Thierry B. invoquait la prise en compte de rumeurs de marché et son analyse de l'évolution du cours du titre *Airgas* pour justifier ses achats de CFD *Airgas*. L'intéressé ne produisait pourtant aucun élément concret permettant de s'en convaincre, tel qu'une note d'analyse financière aboutissant aux mêmes conclusions que les siennes ou faisant état de recommandations d'achat à court ou moyen termes du titre *Airgas*. Du reste, l'investissement réalisé sur ce titre n'avait été réalisé qu'au profit d'Alexis K. et non pour les autres clients de Thierry B., alors qu'un gestionnaire d'actifs convaincu de la sûreté de son analyse aurait dû en faire profiter d'autres clients. L'explication avancée, qui ne matérialisait, pour les juges, qu'une tentative de justification *a posteriori*, n'était donc pas crédible (pt. 326), ce qui constituait un indice supplémentaire[57]. Les trois indices dénombrés par le tribunal – caractère atypique de l'opération, circuit plausible de transmission de l'information, absence de justification crédible – constituaient un faisceau d'indices permettant d'établir que l'opération reprochée ne pouvait s'expliquer autrement que par la détention des informations privilégiées par le gestionnaire d'actifs, ce qui constitue l'objet de la démonstration fondée sur la « *méthode* » du faisceau d'indices. Quant à Lucien S., le tribunal s'est appuyé sur les conversations téléphoniques interceptées durant l'information judiciaire pour établir les éléments constitutifs du délit d'initié suspecté, sans avoir par conséquent à recourir à la méthode du faisceau d'indices concordants.

B - Preuve directe par écoutes téléphoniques

17. Interceptions téléphoniques et abus de marché. L'une des particularités de l'affaire *Airgas* tenait à l'importance probatoire des conversations téléphoniques reproduites dans le jugement. Les conversations téléphoniques entre les différents membres du réseau d'initiés ont en effet fait l'objet d'une interception judiciaire. On sait que l'interception des communications électroniques est permise dès le stade de l'enquête pour les abus de marché commis en bande organisée, depuis la loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché[58]. Or, les faits étaient antérieurs à l'entrée en vigueur de cette loi et ne pouvaient donc relever de cette qualification. Néanmoins, dès lors qu'une information judiciaire avait été ouverte, il était possible de réaliser des interceptions téléphoniques conformément au droit commun. L'article 100 du Code de procédure pénale permettait en effet au juge d'instruction de prescrire l'interception, l'enregistrement et la transcription de correspondances émises par la voie des communications électroniques, lorsque les délits concernés sont punis de deux ans de prison au moins[59], étant précisé que le délit d'initié était passible, à l'époque des faits[60], d'une peine de deux ans de prison[61]. Les interceptions téléphoniques réalisées dans le cadre de l'enquête pénale ou de l'information judiciaire ont une portée probatoire sans commune mesure avec le dispositif d'accès aux données de connexion de l'article L. 621-10-2 du Code monétaire et financier habituellement utilisé par l'AMF. En effet, si ce dispositif permet aux enquêteurs de l'AMF d'accéder aux données dites de trafic et de localisation, la loi ne leur reconnaît pas un droit d'accéder au contenu des conversations téléphoniques dont le contenu demeure inconnu, ce qui conduit les enquêteurs à recourir à la méthode du faisceau d'indices.

18. Intérêt probatoire des interceptions téléphoniques en l'espèce. Les interceptions téléphoniques réalisées durant l'information judiciaire ont ainsi joué un rôle probatoire majeur, comme le constate le tribunal lui-même dans son communiqué, en ce qu'elles ont permis d'établir « *directement* »[62] le délit d'initié suspecté ainsi que le blanchiment du produit de délit d'initié. S'agissant du délit d'initié, les conversations téléphoniques reproduites dans le jugement du 13 avril 2026 mettent en évidence la transmission de l'information privilégiée au profit de Lucien S. (pts 158 à 167), ainsi que le caractère déterminant des opérations réalisées par cet initié[63], au regard des précisions qu'il demandait à son interlocuteur au sujet du projet d'acquisition de la société *Airgas* (pt. 170). Ce même matériau probatoire a permis d'établir l'élément intentionnel du délit d'initié reproché à Lucien S., puisque les conversations montraient que l'intéressé avait connaissance de l'illicéité de la chaîne de transmission de l'information privilégiée et qu'il faisait preuve d'une grande vigilance pour ne pas faire l'objet d'écoutes (pt. 173 et s.). Ces éléments de preuve ont encore permis de caractériser l'élément intentionnel du délit de blanchiment du produit de délit d'initié reproché à Lucien S. puisqu'il ressortait explicitement des conversations interceptées que Thomas S. et Lucien S. s'étaient accordés pour que le second finançât la société du premier en contrepartie de la communication des informations privilégiées (pt. 238-239). L'affaire *Airgas* illustre ainsi l'un des intérêts de l'aiguillage des dossiers d'abus de marché vers la voie pénale, qui tient aux importants pouvoirs d'investigation à la

56 Comme le relève un auteur, « *une incertitude affecte la démarche intellectuelle qui doit être empruntée : [si] certaines décisions exigent que le rapprochement des indices établisse « sans équivoque » la détention de l'information (démarche probatoire positive) (…), d'autres considèrent qu'il doit résulter des indices que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer le comportement du mis en cause (démarche probatoire négative)* » (F. Drummond, *op. cit.*, n° 1138), ce qui semble être le cas du jugement commenté.

57 Cette tentative de préconstitution de preuves de non-culpabilité, caractéristique de la délinquance d'habitude (V. les pts. 302 et 326 concernant Thierry B., qui prétendait de façon peu convaincante qu'il s'était fondé notamment sur une rumeur de marché pour investir) et fréquente dans les affaires d'initiés (V. not. N. Ida, *La preuve devant l'Autorité des marchés financiers*, Dalloz, 2022, préf. H. Barbier, n° 378), est également prise en compte par le tribunal dans l'appréciation de la gravité des délits commis (pt. 355).

58 CPP, art. 706-1-1.

59 Ce seuil a été porté à des peines au moins égales à trois ans d'emprisonnement depuis la L. n° 2019-222 du 23 mars 2019 de programmation 2018-2022 et de réforme pour la justice.

60 C. mon. fin., art. L. 465-1, dans sa version issue de la L. n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.

61 La peine d'emprisonnement encourue a été portée à cinq ans par la L. n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

62 TJ Paris, communiqué de presse, 32e chambre correctionnelle, jugement du 13 avr. 2026.

63 Cette exigence prétorienne est propre au délit d'initié : Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81.646, Bull. crim. n° 233 : *BJB* juill.-août 1995, n° 4, p. 285, concl. J. Boré, note P. Le Cannu ; Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82.453, Bull. crim. n° 178 : *RTDF* n° 2/2006, p. 124, note N. Rontchevsky.

disposition du PNF. L'affirmation est d'autant plus vraie depuis que la loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché, non applicable en l'espèce, a fait entrer les délits d'abus de marché dans le giron de la délinquance en bande organisée[64]. Il sera ainsi possible de recourir aux techniques spéciales d'enquête telles que l'infiltration, la sonorisation, la captation d'images ou les écoutes en enquête préliminaire afin de mieux répondre à la « *montée en puissance du phénomène des réseaux d'initiés* »[65] constatée par l'AMF. ■

64 CPP, art. 706-1-1.

65 AMF, communiqué préc., 13 avr. 2026.