rcfb
Revue du Contentieux
Financier et Boursier

DOSSIER

La réparation du préjudice financier

(première partie)

Avec les contributions de
Enrico Sartori, Matthieu Brochier, Philippe Métais, Élodie Valette et Tristan Girard-Gaymard



n°03
Octobre 2026

Direction éditoriale
Arnaud Raynouard

Direction scientifique
Didier Poracchia

Directeur de publication
Mathys Depeige

Responsable de rédaction
Simon Rovelon

Édité et publié par
Eole Editions SAS

ISSN
3130-3897

L'Entretien

échange avec Vincent Vigneau

"Un dossier très médiatisé se juge comme les autres, avec la même indépendance d'esprit"

Contentieux des délits et manquements boursiers

Les errements du délit d'entrave aux enquêtes de l'AMF
Raphaël Galvao

Quand divulguer n'est plus transmettre : l'arrêt CJUE MT brouille l'économie du règlement Abus de marché
Maxime Galland

Manquements d'initiés : de la preuve de la détention à la tenue de la liste
Thibault de Ravel d'Esclapon

Affaire Casino : premières condamnations pénales pour des abus de marché commis en bande organisée
Nicolas Ida

La collaboration à une manipulation de cours
Thibault de Ravel d'Esclapon

Tribunes et opinions

De l'importance du contentieux européen. L'arrêt « *Dassault Aviation* » juge sévèrement la copie de la Commission : zéro pointé !
Éditorial par Arnaud Raynouard

Contentieux des obligations professionnelles

Le service d'investissement de placement non garanti, à la lumière de la jurisprudence récente de la commission des sanctions de l'AMF
Michel Storck

Rétrocessions de commissions et frais, les sociétés de gestions à l'épreuve d'un encadrement renforcé
Quentin Vreulx

Prestataire de services d'investissement et surveillance des abus de marché
Thiphaine Saupin

Contentieux des sociétés cotées et offres publiques

Ocabsa : regards croisés d'un financier et d'un juriste
Quentin Bertrand et Pascal Quiry

Le détenteur du contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce
Dominique Schmidt

Contentieux financier international et européen

L' exigence de transparence à l'épreuve des prêts en devise commercialisés aux travailleurs frontaliers
Par Élodie Valette et Jules Grasso

Numéro 03
Octobre 2026
Disponible intégralement et
gratuitement sur *rcfb.fr*

Contact : contact@rcfb.fr
Proposer un article : redacteurs@rcfb.fr

Directeur de publication : Mathys Depeige
Responsable de rédaction : Simon Rovelon
ISSN : 3130-3897

Revue éditée par Éole Éditions
Société par Actions Simplifiée
au capital de 1.000 €
999 506 348 RCS Paris
48 rue de Montmorency
75003 Paris
En cours de transfert au
142, rue de Rivoli
75001 Paris Cedex



Le mot du **Comité éditorial**

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

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

Le comité éditorial

Présentation de **L'Éditeur**

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

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

rcfb
Revue du Contentieux
Financier et Boursier

Direction éditoriale

Arnaud Raynouard

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

Direction scientifique

Didier Poracchia

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

Patrick Sayer

Président du Tribunal des Activités Économiques de Paris

Matthieu Brochier

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

Comité éditorial

Quentin Bertrand

Avocat au barreau de Paris, Counsel, Visconti Associés

Thibaut Duchesne

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

Maxime Galland

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

Nicolas Ida

Agrégé des Facultés de droit, Professeur à l'Université Aix-Marseille

Caroline Kleiner

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

Caroline Mirieu de Labarre

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

Johan Prorok

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

Gaël Rivière

Avocat au barreau de Paris, Bredin Prat

Marie Robert-Schmid

Avocate au barreau de Paris, Counsel, Gide

Florent Testud

Avocat au barreau de Paris, Mayer Brown

Fondateurs

Mathys Depeige

Directeur de publication de la revue

Simon Rovelon

Responsable de rédaction de la revue

SOMMAIRE

Revue du Contentieux Financier et Boursier - Numéro 03

Éditorial
Tribunes & Opinions

5 | **L'Édito, par Arnaud Raynouard**
"De l'importance du contentieux européen. L'arrêt « Dassault Aviation » juge sévèrement la copie de la Commission : zéro pointé !"

7 | **L'Entretien : Échange avec Vincent Vigneau**
"Un dossier très médiatisé se juge comme les autres, avec la même indépendance d'esprit"

Dossier
La réparation du préjudice financier (*Première partie*)

12 | **Le rapport du HCJP sur la réparation du préjudice boursier : état des lieux comparé des droits européens**
Par Enrico Sartori et Matthieu Brochier

18 | **Indemniser les investisseurs : la place de Paris peut-elle mieux faire ?**
Par Philippe Métais et Élodie Valette

20 | **Action de groupe et contentieux financier**
Par Tristan Girard-Gaymard

Rubrique
Contentieux des délits et manquements boursiers

26 | **Les errements du délit d'entrave aux enquêtes de l'AMF**
Par Raphaël Galvao

Chronique de contentieux des délits et manquements boursiers

31 | **Quand divulguer n'est plus transmettre : l'arrêt CJUE MT brouille l'économie du règlement Abus de marché**
Par Maxime Galland | Note sous CJUE, 18 juin 2026, aff. C-376/24, *MT c/ FSMA*

35 | **Manquements d'initiés : de la preuve de la détention à la tenue de la liste**
Par Thibault de Ravel d'Esclapon | Note sous CA Paris, 26 févr. 2026, RG n°23/05561, *Terreïs*

41 | Affaire *Casino* : première ccondamnations pénales pour des abus de marché commis en bande organisée
Par Nicolas Ida | Note sous T. Corr. Paris, 32e ch.,29 janv. 2026, n° 20037000355

49 | La collaboration à une manipulation de cours
Par Thibault de Ravel d'Esclapon | Note sous CA Paris, pôle 5, ch. 7, 11 juin 2026, RG n°24/05202

Rubrique
Contentieux des obligations professionnelles

55 | Le service d'investissement de placement non garanti, à la lumière de la jurisprudence récente de la commission des sanctions de l'AMF
Par Michel Storck

60 | Rétrocessions de commissions et frais, les sociétés de gestions à l'épreuve d'un encadrement renforcé
Par Quentin Vreulx

67 | Prestataire de services d'investissement et surveillance des abus de marché
Par Thiphaine Saupin

Rubrique
Contentieux des sociétés cotées et des offres publiques

71 | Ocabsa : regards croisés d'un financier et d'un juriste
Par Quentin Bertrand et Pascal Quiry

81 | Le détenteur de contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce
Par Dominique Schmidt

Rubrique
Contentieux financier international et européen

84 | L'exigence de transparence à l'épreuve des prêts en devise commercialisés aux travailleurs frontaliers
Par Élodie Valette et Jules Grasso

L'ÉDITO

De l'importance du contentieux européen. L'arrêt « Dassault Aviation » juge sévèrement la copie de la Commission : zéro pointé !

Auteur(s)



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

La décision du Tribunal de l'Union européenne du 24 juin 2026, dans l'affaire dite *Dassault Aviation*[1], est une décision jalon dans le développement de la taxinomie verte européenne soulignant, au fond, les conséquences étendues de cet outil, conditionnant, au-delà des critères environnementaux, l'accès au financement. Mais la décision illustre également le poids conséquent de la jurisprudence et particulièrement de la jurisprudence européenne en droit financier au sens large. Le constat est désormais banal, il n'en est pas moins remarquable, à plusieurs titres. Le règlement taxinomie[2] établi un cadre pour les investissements durables en classifiant les activités et en proposant des critères permettant de déterminer si une activité économique peut être considérée comme durable. Sa mise en œuvre repose sur l'adoption d'un règlement délégué de la Commission (en cause en l'espèce, le règlement délégué du 27 juin 2023[3], modifiant le règlement délégué du 4 juin 2021[4]). Dassault Aviation, actif dans la conception, la fabrication et la vente d'avions d'affaires, contesta l'exclusion décidée par la Commission, dans la section 3.21 du règlement délégué, des aéronefs destinés à l'aviation d'affaires privée ou commerciale du champ des activités « *transitoires* » contribuant à l'atténuation du changement climatique. Agissant sur le fondement de l'article 263 TFUE, qui articule un recours en annulation permettant un contrôle juridictionnel de la légalité des actes inspiré du recours pour excès de pouvoir de droit français, Dassault Aviation contestait la légalité de l'exclusion de l'activité « *avions d'affaires* ». L'exclusion l'obligeant à présenter, dans ses informations de durabilité exigée en droit interne (en conformité avec l'article 19bis de la directive du 26 juin 2013[5] et l'article 8 du règlement taxinomie), son activité comme étant non alignée sur la taxinomie, l'exclusion avait une incidence potentielle sur ses conditions d'accès au financement. Le Tribunal juge que cela démontre un intérêt à agir ; l'action est donc recevable. Sur le terrain procédural, est ainsi confirmée la jurisprudence *Plaumann*[6] selon laquelle un requérant non privilégié (tels que les personnes physique et morales, entreprises et associations) ne peut former un recours en annulation d'un acte qu'à la condition que celui-ci le concerne directement et individuellement. En l'espèce, si la société requérante a réussi cette démonstration, le Tribunal n'a pas assoupli les exigences d'un recours en annulation : le débat doctrinal soulignant que cela restreint l'accès des personnes physiques et morales de droit privé à un recours effectif (garanti pourtant par la Charte des droits fondamentaux[7]) demeure pertinent.

« Le Tribunal a, courageusement par les temps qui courent, rappelé, de manière fort énergique, l'importance de l'état de droit. »

Au fond l'arrêt annule la section contestée du règlement délégué y relevant une erreur manifeste d'appréciation par la Commission (ignorance des spécificités de l'aviation d'affaires : flexibilité, rapidité, connectivité, usages particuliers), qui motive sa décision à partir d'un critère inadapté (l'application d'une métrique opérationnelle (empreinte CO2 par passager/km) à une activité de production constitue une extrapolation incorrecte) et en omettant certains éléments pertinents (en particulier l'usage des carburants d'aviation durable, dits SAF). On portera un regard à la fois positif et négatif sur cet arrêt. Au bénéfice de la solution, l'arrêt rendu peut s'analyser comme renforçant le cadre « *taxinomique* ». Le contrôle juridictionnel effectif (et substantiel) des actes délégués (techniques) de la Commission, et non uniquement formel, en renforce la légitimité. C'est également une défense de l'architecture des normes européennes en rappelant que l'acte délégué doit respecter le cadre légal, les critères de sélection de ce qui est aligné ou non devant trouver leur fondement dans le règlement taxinomie lui-même et porter sur l'activité économique en cause (ici, la fabrication d'aéronef privés) et non sur une métrique d'exploitation. Ce faisant, les juges indiquent clairement à la

1 TUE, 24 juin 2026, aff. T-77/24, *Dassault Aviation c/ Commission*.

2 Règlement (UE) n° 2020/852 du 18 juin 2020 modifiant le règlement (UE) 2019/2088.

3 Règlement délégué (UE) n° 2023/2485 de la Commission du 27 juin 2023, modifiant le règlement délégué (UE) 2021/2139.

4 Règlement délégué (UE) n° 2021/2139 de la Commission du 4 juin 2021, complétant le règlement (UE) 2020/852.

5 Directive 2013/34/UE du 26 juin 2013 telle que modifiée par la directive (UE) 2022/2464 du 14 déc. 2022 (CSRD).

6 CJCE, 15 juill. 1963, aff. 25/62, *Plaumann c/ Commission*.

7 Art. 47, Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

Commission qu'elle doit motiver de manière crédible et légitime les choix qu'elle fait en application de sa compétence en matière d'acte délégué. Elle doit ainsi respecter « *l'état de droit européen* ». Mais au passif de la décision, on peut apporter quelques nuances. D'abord parce que l'annulation très large (l'intégralité de la section 3.21), et non seulement de la mention de l'exclusion de l'aviation d'affaires crée un « *vide* » juridique dépassant l'objet strict du recours. La conséquence pratique immédiate, depuis le 24 juin 2026, et dans l'attente d'un nouvel acte délégué sur ce point, est que les opérateurs et les investisseurs sont face à une incertitude en ne disposant pas de critères clairs. Il en résulte un risque de *reporting* de durabilité incertain, laissant place à des appréciations divergentes.

Il convient en effet de dire clairement que l'arrêt du Tribunal n'est pas un « *feu vert* » permettant de qualifier la fabrication d'avions d'affaires d'activité alignée sur la taxinomie, mais plus prosaïquement le constat de ce que l'exclusion décidée par la Commission était mal fondé. Très concrètement, l'annulation ne crée pas automatiquement un « *alignement taxinomique* », et les opérateurs concernés doivent continuer à documenter leurs performances environnementales de manière robuste. Mais (provisoirement ?) sans lignes directrices désormais !

Enfin, on ne peut que relever que l'intensité du contrôle exercé par le Tribunal sur « *l'erreur manifeste d'appréciation* » est important, s'appuyant sur des appréciations techniques et comparatives. Certains y verront une manifestation d'un « *gouvernement des juges* », par un empiétement sur la marge d'appréciation dont dispose la Commission à raison de la délégation qui lui est consenti. Une telle approche serait, selon nous, une erreur : le Tribunal a, courageusement par les temps qui cours, rappelé, de manière fort énergique, l'importance de l'état de droit, ce qui suppose le contrôle de l'exercice d'un pouvoir quand bien même légitime. En l'espèce, la Commission échoue complétement son examen en faisant un choix d'exclusion non suffisamment, ni pertinemment motivé.

ENTRETIEN

“Un dossier très médiatisé se juge comme les autres, avec la même indépendance d’esprit”

Entretien avec...



Vincent Vigneau
Président de la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation

Avant-propos de la rédaction - Dans une matière où le contentieux façonne largement le droit, la RCFB a recueilli la parole de Vincent Vigneau, Président de la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation. Cet entretien est l’occasion de revenir sur la place du contentieux financier au sein de l’activité de la chambre commerciale, sur l’office de la Cour face à des sources européennes et souples toujours plus denses, sur le rapprochement du droit répressif des marchés des garanties du procès pénal, ou encore sur l’exposition de décisions attendues comme des événements de marché. Le Président Vigneau y expose également la manière dont la Cour entend concilier célérité, lisibilité et sécurité juridique, ainsi que le concours qu’elle attend des parties et de leurs conseils, avant d’esquisser les contentieux à venir, de l’action de groupe aux cryptoactifs, de la finance durable à l’intelligence artificielle.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
Le contentieux boursier et, plus largement, le contentieux financier, ne représentent de toute évidence qu’une part modeste du très grand nombre de pourvois que la chambre traite chaque année. Quelle place ces contentieux occupent-ils dans sa vie, comment s’est-elle organisée pour les traiter, et en quoi se distinguent-ils, par leur technicité et leurs enjeux, des autres contentieux qui vous sont soumis ?

Vincent Vigneau : En nombre, ces contentieux pèsent peu : en 2025, la chambre commerciale a rendu une quinzaine d’arrêts en matière boursière et financière, sur 1 330 arrêts toutes matières confondues. Mais ce sont des dossiers lourds. Les enjeux y sont très importants et, dans la grande majorité des cas, ils posent des questions de droit nouvelles. C’est pourquoi nous les examinons en « formation de section », c’est-à-dire avec l’ensemble des magistrats de la section « financière » de la chambre, une douzaine de conseillers spécialisés dans ces questions. Lorsque les circonstances l’exigent, l’affaire est fixée à une audience proche et le délibéré raccourci.

La chambre commerciale a l’habitude de ces contentieux très techniques, où la réponse juridique produit des effets bien au-delà du litige. C’est le cas en droit boursier comme, par exemple, en droit de la concurrence, où les enjeux économiques et financiers sont bien évidemment présents à l’esprit des juges de la Cour, lesquels jugent cependant toujours et exclusivement en fonction du droit applicable. Le droit boursier partage avec le droit de la concurrence une autre particularité : au-delà des seules parties au litige, il protège un intérêt qui les dépasse, l’intégrité et la transparence du marché, dont dépend la confiance des épargnants.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
Dans une matière où le régulateur, la cour d’appel de Paris et le Conseil d’État occupent chacun une place éminente, comment définiriez-vous le rôle propre de la Cour de cassation en matière boursière et financière ?

Vincent Vigneau : La Cour de cassation n’est jamais saisie directement des décisions de l’AMF. Le code monétaire et financier répartit les recours : le Conseil d’État connaît de ceux qui visent les décisions relatives aux professionnels soumis au contrôle de l’Autorité, sanctions comprises ; la cour d’appel de Paris connaît des autres, notamment des recours contre les décisions rendues en matière d’offres publiques et contre les sanctions infligées pour abus de marché à des personnes qui ne sont pas des professionnels régulés. La Cour de cassation n’intervient qu’ensuite, à l’occasion d’un pourvoi formé contre l’arrêt de la cour d’appel. S’y ajoutent les litiges entre personnes privées, comme les actions en responsabilité engagées par des investisseurs, qui nous parviennent par la voie ordinaire. Ce double filtre explique sans doute en partie que

ce contentieux tienne moins de place chez nous que devant le Conseil d'État, qui statue directement sur les recours formés contre les décisions de l'AMF relevant de sa compétence. Notre office y est le même que dans les autres matières. L'appréciation des faits relève du pouvoir souverain des juges du fond, c'est-à-dire que la Cour de cassation ne contrôle pas l'appréciation de la valeur et de la portée des preuves qui leur sont soumises. En revanche, la Cour contrôle la qualification juridique à laquelle ils ont procédé et vérifie toujours qu'ils ont tiré les exactes conséquences juridiques qui en découlent. Comme l'énonce l'article L. 411-1 du code de l'organisation judiciaire, « Il y a, pour toute la République, une Cour de cassation » : la mission de la Cour est avant tout d'unifier l'interprétation de la loi sur l'ensemble du territoire national et, en matière financière plus qu'ailleurs, de la clarifier. Les sources européennes et nationales s'y superposent, les réformes se succèdent, le droit souple des régulateurs s'y ajoute, et c'est à la Cour qu'il revient de dissiper les difficultés que fait naître cet enchevêtrement.

Ce que j'attends d'une jurisprudence financière, c'est d'abord qu'elle respecte scrupuleusement les droits fondamentaux des parties, à commencer par les règles de procédure. Elle doit ensuite être effective, c'est-à-dire adaptée aux réalités économiques de son temps et rendue par des juges conscients de sa portée concrète, et lisible, formulée de la manière la plus claire et la plus univoque possible. Reste la sécurité juridique, dont les opérateurs ont un besoin particulier : une solution stable, que l'on comprend et sur laquelle on peut bâtir une opération. C'est pourquoi nos arrêts explicitent désormais, lorsqu'il y a lieu, la méthode d'interprétation retenue et, en cas de revirement, les raisons qui nous conduisent à modifier notre jurisprudence. Cette lisibilité pèse dans l'attractivité de la place financière française auprès des investisseurs, nationaux comme internationaux.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
Le contentieux financier se nourrit de faits, de chiffres et de raisonnements économiques. Comment un juge du droit s'approprie-t-il cette matière sans se substituer aux juges du fond, de quels appuis dispose-t-il – rapport, avis, service de documentation, échanges avec la place – et qu'attendez-vous des parties et de leurs conseils pour éclairer ce débat ?

Vincent Vigneau : La matière a beau être faite de chiffres, chacun d'eux renvoie à une règle. Comme le droit de la concurrence, le droit boursier est d'abord un droit de qualification, dont l'application dépend de l'appréciation d'un contexte économique. Dire qu'une information est privilégiée suppose de rechercher si un investisseur raisonnable l'aurait utilisée pour fonder sa décision ; dire qu'un actionnaire contrôle une société suppose d'analyser ses votes en assemblée sur une durée significative. Ces appréciations obéissent à des textes, et c'est leur application que la chambre contrôle.

Il ne s'agit pas de juger ces données, mais de vérifier que les règles qui leur sont applicables l'ont été correctement, et de corriger au besoin le raisonnement des juges du fond. La dimension économique de la matière ne change rien à la nature de ce contrôle. Elle commande en revanche un esprit pragmatique, du rapport jusqu'à la rédaction de l'arrêt : les opérateurs doivent pouvoir comprendre la solution et les règles que nous dégageons doivent permettre une application suffisamment prévisible par les juges pour que ces opérateurs et les autorités de régulation puissent les anticiper.

Les magistrats ne travaillent pas seuls. Chacun des membres de la chambre participant au délibéré dispose du rapport du conseiller rapporteur et de l'avis de l'avocat général, qui ont procédé à des recherches approfondies, notamment sur des éléments de droit – textes applicables, jurisprudence, doctrine – mais aussi sur des données socio-économiques. Le rapporteur participe, avec voix délibérative, au délibéré, pas l'avocat général. Ces deux magistrats peuvent également recourir à l'assistance d'un attaché de justice et du service de documentation, des études et du rapport de la Cour, lequel peut, en particulier, procéder à des comparaisons avec ce qui se pratique dans des droits étrangers. Le parquet général peut aussi consulter des organismes de Place, comme le Haut Comité juridique de la place financière de Paris ou l'Association nationale des sociétés par actions, et annexer leur réponse à son avis. La Cour peut enfin recueillir, comme *amicus curiae*, les observations de toute personne dont la compétence est de nature à l'éclairer. Plusieurs membres de la section « financière » ont exercé précédemment auprès de l'ancienne Commission des opérations de bourse, de l'AMF ou du Conseil d'État, et cette expérience compte, comme la formation continue en analyse économique que suivent les magistrats de la chambre. Aux parties et à leurs conseils, je demande des moyens qui posent nettement la question de droit et en montrent la portée pratique.

Le dialogue avec la Place ne s'arrête pas au dossier. La chambre organise régulièrement des colloques, ses magistrats y interviennent, et je préside l'Association des praticiens du contentieux économique et financier, qui réunit magistrats, universitaires, avocats et experts de la finance. Nous sommes attentifs aux critiques de la doctrine et des praticiens. Une jurisprudence n'est pas fixée pour toujours : elle peut être précisée, infléchie ou abandonnée, à condition que ces évolutions soient conscientes et réfléchies, et qu'elles viennent après que l'on a entendu ceux qui pratiquent et commentent le droit.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
Du règlement Abus de marché au Listing Act et à MiCA, la matière est désormais largement d'origine européenne. Comment cette européanisation modifie-t-elle l'office du juge de cassation ? Quelle place accordez-vous au dialogue avec la Cour de justice ?

Vincent Vigneau : Le droit boursier est désormais, pour l'essentiel, d'origine européenne, et MiCA comme le Listing Act accentuent le mouvement. Pour nous, la conséquence est très concrète : le règlement Abus de marché s'applique directement, le droit interne s'interprète à la lumière des directives et la règle nationale contraire est écartée. Juridiction statuant en dernier ressort, la Cour de cassation doit saisir la Cour de justice lorsque l'interprétation d'un texte de l'Union ne s'impose pas avec évidence. La chambre commerciale l'a fait en matière d'information privilégiée. Sur son renvoi, la Cour de justice a, par exemple, jugé, dans un arrêt du 11 mars 2015, qu'une information peut être précise sans qu'il soit nécessaire d'en déduire le sens de la variation du cours. Plus récemment, par exemple, en matière de services de paiement, la Cour de justice a précisé, dans l'arrêt Veracash du 1er août 2025 rendu sur nos questions, que l'utilisateur doit signaler sans tarder une opération non autorisée dès qu'il en a connaissance, et qu'il perd son droit au remboursement s'il tarde délibérément ou par négligence grave, même dans le délai de treize mois ; la chambre en a tiré les conséquences le 14 janvier 2026.

Ce dialogue ne se réduit pas à une hiérarchie, même si la primauté du droit de l'Union et l'obligation de renvoi créent une forme de subordination. Nous renvoyons lorsque la réponse n'est ni claire ni déjà donnée par la Cour de justice, et la chambre a pris l'habitude, depuis 2024, d'exposer dans son arrêt de renvoi sa propre analyse de la question posée. L'interprétation qui revient de Luxembourg s'impose ensuite à nous comme à toutes les juridictions de l'Union, mais elle se construit aussi à partir de nos renvois.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
Certaines affaires récentes ont montré que l'attente d'un arrêt pouvait devenir un événement de marché, suivi heure par heure par les investisseurs et la presse, dans le calendrier serré d'une opération en cours. Comment la chambre vit-elle cette exposition ?

Vincent Vigneau : Nous savons qu'un arrêt peut être attendu comme un événement de marché, en raison des acteurs en cause et de la sensibilité des cours au sort judiciaire d'une opération. Mais le sens de la décision n'en dépend pas. Un dossier très médiatisé se juge comme les autres, avec la même indépendance d'esprit.

Le calendrier, lui, en tient compte. Je l'ai dit, la réalisation d'une opération peut dépendre de l'issue du pourvoi, et la chambre commerciale en tire les conséquences : la célérité devient une exigence du traitement de l'affaire, sans que le délibéré en soit sacrifié.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
Certaines décisions et arrêts, compte tenu des particularités de la matière boursière, peuvent constituer des informations privilégiées avant d'être rendus et avoir une influence significative sur certains cours de bourse, à la hausse comme à la baisse. Comment la chambre prend-elle en considération cet enjeu ? Cela impose-t-il une attention particulière, notamment dans l'organisation de la communication autour de ces contentieux ?

Vincent Vigneau : Le délibéré est secret, et dans ces affaires le secret prend un poids supplémentaire : avant son prononcé, le sens d'un arrêt peut avoir la nature d'une information privilégiée. Les magistrats et les agents de greffe qui en ont connaissance le savent et y veillent jusqu'à ce que la décision soit rendue publique. Pour la communication, nous disposons de plusieurs outils. La chambre commerciale publie chaque trimestre sa Lettre, une sélection d'arrêts accompagnés de commentaires qui en rendent la portée plus accessible. Ses magistrats interviennent régulièrement dans des colloques. Et lorsque cela s'avère nécessaire, la Cour de cassation diffuse un communiqué de presse. Elle l'a fait, par exemple, pour les deux arrêts du 28 novembre 2025 relatifs au contrôle de la société Vivendi : le communiqué rappelait le contexte et la procédure, puis expliquait la solution. Cette pédagogie est indispensable pour que nos décisions soient bien comprises, du grand public comme des juristes.

Revue du Contentieux Financier et Boursier

Le droit répressif des marchés paraît emprunter de plus en plus aux garanties du procès pénal, sous l'influence des protections du droit de l'Union, des protections conventionnelles et du Conseil constitutionnel. Comment la chambre, juge notamment des visites domiciliaires comme des sanctions, envisage-t-elle son rôle dans cette évolution ? Est-ce une approche similaire à celle de la chambre criminelle en matière pénale ?

Vincent Vigneau : La chambre commerciale connaît des deux volets de ce contentieux : des visites domiciliaires, par le pourvoi formé contre l'ordonnance du premier président de la cour d'appel de Paris qui statue sur leur autorisation et leur déroulement, et des sanctions, lorsque le recours relève de cette même cour. Sur les visites, le contrôle s'est approfondi depuis que la Cour européenne des droits de l'homme a exigé, en 2008, un recours effectif en fait comme en droit, ce qui a conduit à ouvrir dès 2009 un appel devant le premier président. En 2022, saisie sur renvoi de la chambre commerciale, l'assemblée plénière de la Cour de cassation a fixé le critère des saisies : elles peuvent porter sur tous les documents en lien avec l'objet de l'enquête qui se trouvent dans les lieux désignés par le juge ou sont accessibles depuis ceux-ci. Le lien avec l'enquête fonde le pouvoir de saisie et, en même temps, le borne.

Le mouvement que vous décrivez est réel, et il est né en matière boursière. Le 5 février 1999, l'assemblée plénière de la Cour de cassation a jugé que le rapporteur de la Commission des opérations de bourse, qui avait instruit l'affaire, ne pouvait participer au délibéré sur la sanction. La chambre commerciale en a tiré la même conséquence pour le Conseil de la concurrence quelques mois plus tard. En 2002, à propos du Conseil des marchés financiers, la Cour européenne des droits de l'homme a admis qu'une autorité administrative indépendante peut être regardée comme un tribunal lorsqu'elle sanctionne. La loi de sécurité financière de 2003 a ensuite séparé, au sein de l'AMF, le collège qui poursuit et la commission des sanctions qui juge, et le Conseil constitutionnel a depuis fait de la séparation des fonctions de poursuite et de jugement une exigence constitutionnelle pour les autorités administratives dotées d'un pouvoir de sanction. Après la décision EADS du 18 mars 2015, la loi du 21 juin 2016 a organisé l'aiguillage des poursuites entre le parquet national financier et l'AMF, pour qu'un même manquement ne soit plus poursuivi deux fois. La chambre commerciale y a pris sa part : le 8 novembre 2023, au nom de l'égalité des armes, elle a jugé que, lorsque le président de l'AMF conteste une décision de la commission des sanctions en ce qu'elle a écarté certains griefs, la personne sanctionnée doit disposer d'un délai raisonnable pour former son propre recours. En 2025, enfin, le Conseil constitutionnel a imposé que la personne mise en cause devant la commission des sanctions soit informée de son droit de se taire, tout en jugeant que cette notification n'est pas requise lorsque des explications sont recueillies au cours d'une visite domiciliaire.

Notre approche rejoint celle de la chambre criminelle par ses sources, sans se confondre avec elle. Les références sont les mêmes : l'article 6 paragraphe 1 de la Convention européenne, la Charte des droits fondamentaux de l'Union, la conception autonome de la matière pénale retenue par la Cour européenne. La sanction de l'AMF reste toutefois une sanction administrative, prononcée au terme d'une procédure qui n'a pas à reproduire en tout le procès pénal. La Cour européenne admet qu'une autorité administrative ne satisfasse pas, en elle-même, à toutes les exigences de l'article 6 paragraphe 1, dès lors que sa décision est soumise au contrôle d'un juge de pleine juridiction. Notre rôle est de veiller à cet équilibre : l'impartialité, le principe de la contradiction, les droits de la défense et la proportionnalité de la sanction doivent être respectés dès la phase administrative, et le recours doit permettre un contrôle effectif, en fait comme en droit.

Cette fondamentalisation a deux versants. Elle renforce l'exigence d'une répression effective des atteintes au marché, que le droit de l'Union impose aux États membres. Elle encadre en même temps ceux qui en ont la charge. La chambre a eu à concilier les deux en matière boursière dans l'affaire Bloomberg, jugée le 14 février 2024. Une agence de presse avait diffusé, sans vérification, un faux communiqué attribué à une société cotée, dont le cours avait aussitôt chuté. La chambre a jugé que la sanction prononcée, appréciée comme l'exige le règlement Abus de marché au regard des règles régissant la liberté de la presse et la profession de journaliste, constituait une ingérence dans la liberté d'expression à la fois nécessaire et proportionnée aux buts légitimes poursuivis, au premier rang desquels la protection des marchés.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
L'AMF est à la fois autorité de régulation, partie devant votre chambre et auteur d'une doctrine abondante et normative. Dans un double volet relatif à la vie des offres publiques et aux sanctions prononcées par sa commission des sanctions, l'AMF semble avoir adopté, sous l'influence progressive du législateur, les caractéristiques d'une quasi-juridiction. Quelle relation le juge de cassation entretient-il avec le régulateur, sa doctrine et ses décisions ?

Vincent Vigneau : Autorité publique indépendante, l'AMF produit une doctrine abondante et des recommandations, que le juge de cassation consulte et à laquelle il lui arrive de se référer. Mais cette doctrine l'éclaire sans le lier : il lui appartient d'apprécier, en toute indépendance, si elle s'applique au litige et si elle s'accorde avec la loi. Le droit souple pèse d'un poids particulier dans les matières de régulation, et la chambre l'a dit en droit de la concurrence à propos des orientations de la Commission européenne sur l'évaluation du préjudice : le juge peut s'en inspirer, mais elles n'ont pour lui qu'une valeur indicative. Il en va de même ici.

Quand ses décisions sont contestées, l'AMF est partie à l'instance, devant la cour d'appel de Paris puis devant nous. Le juge ne remet pas en cause les appréciations du régulateur lorsqu'elles sont motivées et reposent sur une analyse cohérente ; il veille à ce qu'elles respectent la loi et le droit de l'Union. Les arrêts Vivendi du 28 novembre 2025, que j'évoquais, en donnent une illustration. La chambre y a jugé que le recours formé devant la cour d'appel de Paris contre une décision de l'AMF relative à une offre publique est un recours en annulation, mais que cette cour peut apprécier l'existence d'un contrôle, qui est une question de qualification juridique, les autres conditions d'une offre obligatoire relevant au premier chef de l'AMF. Elle a aussi jugé que le contrôle de fait ne peut résulter que des droits de vote dont dispose une personne, et non d'un faisceau d'indices, le législateur étant seul habilité à en fixer les critères.

Quant à la commission des sanctions, je l'ai dit, la Cour européenne admet qu'elle soit regardée comme un tribunal lorsqu'elle sanctionne, et elle doit alors respecter les garanties du procès équitable. En droit interne, elle demeure une formation d'une autorité administrative, et ses décisions restent soumises au contrôle du juge.

Revue du Contentieux Financier et Boursier
Cryptoactifs, escroqueries aux placements, action de groupe rénovée, finance durable, intelligence artificielle : de nouveaux contentieux, intrinsèquement liés à la matière financière, se profilent. Se matérialisent-ils dès aujourd'hui ? Lesquels vous paraissent appelés à occuper la chambre dans les années à venir, et la Cour est-elle armée pour les accueillir ?

Vincent Vigneau : Certains sont déjà là. Les escroqueries aux placements nous parviennent par le droit bancaire : par exemple, en novembre 2025, la chambre a précisé dans quels cas le banquier, tenu de ne pas s'immiscer dans les affaires de son client, doit l'alerter sur une anomalie apparente, y compris pour des virements destinés à des placements qui se sont révélés frauduleux. Ces anomalies ne se déduisent ni du seul montant de l'opération ni de la seule destination des fonds vers un compte à l'étranger.

D'autres se profilent. La loi du 30 avril 2025, qui a unifié le régime de l'action de groupe, devrait faire naître des actions collectives d'investisseurs, qui poseront des questions de procédure et de preuve du préjudice. Sur ce dernier point, les méthodes que la chambre a définies pour évaluer le préjudice causé par une pratique anticoncurrentielle, en comparant la situation réelle à celle qui aurait existé sans la faute, pourraient éclairer l'évaluation du préjudice de l'investisseur qui a acquis des titres sur la foi d'une information inexacte. La finance durable portera des litiges sur la sincérité des informations extra-financières. Les cryptoactifs relèvent désormais du règlement MiCA, pleinement applicable depuis la fin de 2024, dont les contentieux atteindront la Cour dans les années qui viennent. L'intelligence artificielle, enfin, posera la question de l'imputation des comportements d'algorithmes de négociation, et celle de son usage par les régulateurs et par les juges.

Pour accueillir ces contentieux, la Cour de cassation doit continuer à former ses magistrats à l'analyse économique, à recourir lorsqu'il le faut aux amicus curiae et à écouter ceux qui pratiquent la matière, afin de connaître les difficultés avant qu'elles ne lui parviennent par la voie du pourvoi. Sur la finance durable, l'Observatoire des litiges judiciaires de la Cour a consacré un collège thématique aux contentieux émergents de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises ; ses travaux montrent que le contentieux de l'information extra-financière délivrée au marché reste encore embryonnaire.

Dossier

LA RÉPARATION DU PRÉJUDICE FINANCIER

Le rapport du HCJP sur la réparation du préjudice boursier : état des lieux comparé des droits européens

Auteur(s)



Enrico Sartori
Chercheur postdoctoral,
Luxembourg Centre for European Law
Université du Luxembourg



Matthieu Brochier
Avocat au barreau de Paris, associé du cabinet Darrois Villey Maillot Brochier et ancien secrétaire de la Conférence[1]

Si le corpus des règles de droit boursier s'est considérablement développé et renforcé ces dernières années la réparation des préjudices causés par une information fausse ou trompeuse relative à une société cotée demeure, en Europe, un droit en construction. Le rapport rendu public en octobre 2025 par le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris[2] offre le premier état des lieux comparé des régimes européens et invite le lecteur français à relire ses propres solutions à la lumière de celles de ses voisins.

1. Contexte et genèse du rapport

L'indemnisation du préjudice boursier n'est pas une question nouvelle. Ce type de préjudice est intitulé « *préjudice financier de l'actionnaire* » dans les fiches méthodologiques de la Cour d'appel de Paris, qui souligne que « *le cas principal est celui de l'actionnaire d'une société cotée dont les décisions d'investissement ou de conservation de titres sont altérées par un défaut d'information ou une information inexacte imprécise ou trompeuse qui aurait été diffusée par les dirigeants de la société dans laquelle l'actionnaire est ou était intéressé* »[3].

La France fut l'un des premiers États européens à le reconnaître, l'arrêt *Gaudriot* de la chambre commerciale de la Cour de cassation[4] en ayant fixé le régime dès 2010. Le sujet connaît aujourd'hui une actualité inédite, avec un développement des actions en réparation du préjudice boursier.

C'est dans ce contexte que le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) a constitué, à la demande de l'Autorité des marchés financiers (AMF), un groupe de travail pluridisciplinaire, chargé de dresser un état des lieux comparé des régimes d'indemnisation des investisseurs lésés par une information financière fausse ou trompeuse dans une sélection de juridictions européennes. Le HCJP est une association fondée en 2015 à l'initiative de la Banque de France et de l'AMF ; il réunit magistrats, universitaires, avocats et représentants des autorités publiques, et publie des rapports destinés à éclairer les pouvoirs publics et les régulateurs sur les évolutions du droit financier et bancaire.

Le groupe de travail sur la réparation du préjudice boursier a été présidé par le professeur Pierre-Henri Conac (Université du Luxembourg). Le professeur Johan Prorok (Université Jean Monnet – Saint-Etienne) a été rapporteur pour la partie consacrée au droit français, et Enrico Sartori (Université du Luxembourg), cosignataire de ce texte, pour la partie de droit comparé.

2. Le champ du rapport et la méthode de travail

Le rapport couvre cinq juridictions européennes – l'Allemagne, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni – et étudie les régimes de responsabilité civile applicables lorsque les informations publiées par les émetteurs au titre du règlement Prospectus, de la directive Transparence et du règlement Abus de marché sont jugées inexactes ou trom-

1 Matthieu Brochier a travaillé comme avocat en défense dans l'affaire *Vivendi* mentionnée infra et travaille également en défense sur plusieurs procédures en cours de réparation de préjudice boursier

2 HCJP, *Rapport sur l'indemnisation des investisseurs pour fausse information sur les marchés financiers*, 1 octobre 2025, disponible sur : https://hcjp.fr/societes.

3 Fiches méthodologiques et glossaire de la Cour d'appel de Paris, fiche 18 A - 3e édition (2024).

4 Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, *Gaudriot*, Bull. civ. IV, n° 48.

peuses, ainsi qu'en cas de manipulation de marché[5]. Sont ainsi principalement envisagées, sur le marché primaire, les informations contenues dans les prospectus et, sur le marché secondaire, celles publiées au titre des obligations d'information périodique et permanente des émetteurs.

L'exclusion de l'étude des États-Unis est délibérée. Il a été considéré que le système américain, ayant déjà fait l'objet d'études abondantes, est paradoxalement mieux connu en France que les régimes de nos voisins et difficilement transposable en droit européen continental en raison de ses spécificités (par exemple, les dommages-intérêts punitifs possibles dans certaines procédures américaines). L'analyse se concentre donc sur les régimes de pays voisins, sans occulter les références transatlantiques utiles à la méthodologie du dommage.

Pour mener cette étude, le groupe a procédé à l'audition de professeurs d'université et d'avocats pour chaque juridiction, précédées d'un questionnaire préalable. Ces auditions ont été complétées par deux auditions consacrées à la France, portant respectivement sur l'assurance de la responsabilité civile des dirigeants et sur les méthodes d'évaluation du préjudice. Deux choix méthodologiques structurent le rapport : un parti pris résolument descriptif, sans recommandations ; et une grille de lecture par thèmes. Pour chacun des aspects étudiés – fondements de la responsabilité, faute, causalité, évaluation du dommage, aspects procéduraux et recouvrement des coûts – il compare les solutions retenues dans les différentes juridictions.

3. Synthèse du droit français

L'état du droit français, préalable nécessaire à la comparaison avec les autres droits étudiés, peut être exposé autour de quatre thématiques, qui ont participé à constituer la grille de comparaison retenue pour l'ensemble des pays étudiés.

3.1. Le juge compétent

Il n'existe, en France, ni juridiction spécialisée, ni chambre dédiée à la réparation du préjudice boursier. Le juge naturel du recours indemnitaire est le juge judiciaire (tribunal judiciaire, tribunal de commerce et, depuis le 1er janvier 2025, tribunal des activités économiques) ; le juge pénal peut également être amené à intervenir, la diffusion d'information fausse ou trompeuse étant sanctionnée pénalement en France[6]. Si la Commission des sanctions de l'AMF sanctionne les abus de marché[7] et d'autres manquements au droit des marchés de capitaux, elle n'est pas compétente pour connaître des demandes tendant à la réparation du préjudice qui en résulte.

3.2. Le droit applicable

En France, la responsabilité relève du droit commun de la responsabilité civile délictuelle, sans régime spécial : l'absence de texte spécial est la première particularité française. La faute peut consister en la diffusion d'une information fausse, trompeuse ou mensongère, ou en une omission. Dans les contentieux, elle est imputée traditionnellement à l'émetteur, à son représentant légal et au responsable de son information financière ; plus récemment, la responsabilité des commissaires aux comptes a pu être recherchée.

L'autorité de la chose jugée au pénal sur le civil bénéficie aux victimes d'abus de marché lorsqu'une condamnation est prononcée sur le fondement de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. En revanche, aucune autorité comparable n'est reconnue par la loi aux décisions de la commission des sanctions de l'AMF. La jurisprudence civile est contrastée sur ce point : le tribunal de commerce de Paris, dans l'affaire *Vivendi*[8], avait par exemple refusé de se considérer lié par la décision AMF, tandis que la cour d'appel de Paris, à l'occasion des affaires *Montaigne Fashion Group*[9], a semblé lui reconnaître une force probante particulière.

Par ailleurs, il n'existe pas de présomption légale de faute, de lien de causalité ou de préjudice découlant d'une condamnation par l'AMF, à la différence d'autres matières, par exemple la réparation des préjudices causés par une pratique anticoncurrentielle[10]. Certains auteurs de doctrine considèrent que la jurisprudence a admis une présomption de causalité entre la fausse information et la transaction boursière litigieuse et une présomption d'impact de l'information sur le cours, ce que d'autres contestent.

3.3. La méthode de réparation du préjudice

C'est la seconde particularité française et la plus notable. Le préjudice indemnisable a été construit par la jurisprudence de la chambre commerciale de la Cour de cassation sur la notion de « *perte de chance de faire un investissement plus profitable* », pour reprendre les termes du rapport[11].

Le juge français n'a pas suivi la voie de l'analyse économique du dommage par scénarios contrefactuels et études d'événements utilisée par les juridictions américaines (identification de comparables sectoriels, validation statistique de la corrélation sur une période « *propre* », analyse des rentabilités anormales). Selon le tribunal judiciaire de Paris dans l'affaire

5 V. Règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017, relatif au prospectus ; Directive 2004/109/CE du 15 déc. 2004 relative aux obligations de transparence des émetteurs ; Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avr. 2014, relatif aux abus de marché. Cette grille de lecture reste pertinente pour le Royaume-Uni, dont les règles en matière d'information du public demeurent largement héritées du droit de l'Union européenne.

6 Art. L. 465-3-2, I, C. mon. fin.

7 Art. L. 621-15, C. mon. fin.

8 TC Paris, 2e ch., 7 juill. 2021, n° 2011027112 et jonc. ; sur appel, CA Paris, pôle 5 ch. 9, 5 janv. 2023.

9 CA Paris, pôle 5 ch. 9, 14 sept. 2023, n° 21/11057, *Montaigne Fashion Group* et CA Paris, 10 mars 2020.

10 V. Directive 2014/104/UE du 26 nov. 2014 relative aux actions en dommages et intérêts pour les infractions au droit de la concurrence.

11 Cass. com., *Gaudriot*, préc. ; avant l'arrêt *Gaudriot*, le juge civil avait déjà réparé une altération du cours (*Société générale de fonderie*, puis *Marionnaud civil*) puis une altération concrète de la décision d'investissement (*Landauer, Comptoir des entrepreneurs, Sedri, Eurodirect Marketing*). La chambre criminelle avait pour sa part reconnu dès 1991 la recevabilité de l'action civile des actionnaires victimes de diffusion de fausse information (Cass. crim., 5 nov. 1991, *Bertin*, n° 90-82.605).

Natixis, cette méthode a certes pour objectif « *d'indemniser pleinement le préjudice, en se livrant à des calculs particulièrement sophistiqués et sujets à caution, ce qui est le mode de raisonnement suivi par les juridictions fédérales américaines* », mais elle « *s'accompagne de batailles d'experts privés entre demandeurs et défendeurs, batailles qui ne peuvent avoir de vainqueur clair puisque ces analyses, pour sophistiquées qu'elles soient, reposent toujours sur des hypothèses par nature contestables* ».[12]

Depuis 2010 (et même avant puisque la Cour de cassation dans l'arrêt *Gaudriot* a confirmé la méthode choisie par la cour d'appel), les juridictions françaises ont appliqué la méthode de perte de chance de manière constante, en aboutissant toutefois parfois à un résultat identique en présence de situations pourtant différentes (par exemple, dans l'affaire *Sidel*[13] le préjudice a été fixé à 10 euros par actionnaire, le même montant a ensuite été retrouvé dans l'affaire correctionnelle *Vivendi*[14] en première instance). Ce qui a pu nourrir des critiques substantielles de la méthode française.

Les affaires récentes ont montré que le juge applique aujourd'hui cette méthode selon deux déclinaisons : abstraite et forfaitaire comme dans l'affaire *Sidel* (un montant attribué par action, quelle que soit la situation de l'actionnaire), ou plus concrète. Par exemple, dans l'affaire *Montaigne Fashion Group*[15], la cour d'appel de Paris a distingué trois catégories d'investisseurs (acquéreurs pendant la période litigieuse, détenteurs antérieurs, cédants pendant la période) et affecté à chacune une probabilité de perte de chance (75 % ou 100 %), individualisant la réparation tout en préservant le principe consacré par l'arrêt *Gaudriot*.

Enfin, et indépendamment de la méthode choisie, le recours aux experts de partie, et souvent aux experts judiciaires, demeure fréquent, compte tenu de la complexité des questions et des enjeux financiers.

3.4. La procédure

Le régime légal de l'action de groupe introduit en droit français en 2014 n'était pas applicable au contentieux boursier. La doctrine considère que le nouveau régime issu de la loi du 30 avril 2025[16], pourtant général, n'est pas non plus applicable au préjudice boursier. Les auteurs soulignent à cet égard que la condition de la nouvelle loi tenant à un manquement commis par une personne « *dans l'exercice ou à l'occasion de son activité professionnelle* » ne permettrait pas d'y inclure les sociétés cotées pour les manquements liés à leurs obligations d'émetteur[17]. Aucun dispositif spécifique d'indemnisation collective du préjudice boursier n'a, par ailleurs, été consacré en droit interne ; les investisseurs ayant subi un dommage sont donc renvoyés aux mécanismes de droit commun de la responsabilité civile. La procédure applicable est ainsi celle du droit commun – civil ou pénal, qui peut donc en pratique réunir des centaines, voire des milliers de demandeurs individuels.

4. Synthèse des droits européens étudiés

Le rapport permet de dresser un premier classement schématique des cinq juridictions selon leur degré d'ouverture à l'indemnisation. Les Pays-Bas apparaissent comme la juridiction la plus favorable. Cette première place peut notamment s'expliquer par la souplesse du droit applicable, le fort développement des actions collectives avec opt-out[18], et le recours fréquent aux transactions homologuées par les tribunaux. L'Espagne et l'Italie occupent une position intermédiaire, avec un droit civil souple mais des actions collectives limitées. L'Allemagne est plus restrictive, en raison de conditions plus strictes, exigeant souvent une négligence grave, et de la complexité des recours collectifs. Le Royaume-Uni ferme la marche, en raison de la difficulté d'établir la faute, de la quasi-exclusion de la responsabilité pour négligence sur le marché secondaire, et d'une interprétation très restrictive des conditions d'ouverture d'une procédure collective.

Le panorama pays par pays qui suit précise ce positionnement, avant l'analyse transversale des principales questions communes.

4.1. Panorama des pays étudiés

Pays-Bas. La responsabilité liée au prospectus relève du régime spécial du droit de la consommation, qui protège contre les pratiques commerciales trompeuses. Pour le reste, le régime applicable relève du droit commun de la responsabilité civile[19], interprété par la jurisprudence avec souplesse. La simple négligence suffit à engager la responsabilité du défendeur et la causalité peut être prouvée par une présomption prétorienne, consacrée par le *Hoge Raad* dans l'affaire *World Online*[20]. Le contentieux se concentre au tribunal d'Amsterdam, ou, sur option, devant la *Netherlands Commercial Court* anglophone. Deux dispositifs collectifs signalent l'ouverture néerlandaise à connaître ce type de préjudice : la WAMCA, consacrée en 2020[21], qui ouvre l'action collective

12 TJ Paris, 32e ch. corr., 24 juin 2021, *Natixis* ; sur appel, CA Paris, pôle 5 ch. 12, 6 mars 2023, n° 21/09121.

13 T. corr. Paris, 11e ch., 12 sept. 2006, *Sidel* ; conf. CA Paris, 9e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n° 06/09036.

14 T. corr. Paris, 11e ch., 21 janv. 2011, *Vivendi Universal* ; décision réformée sur les intérêts civils par CA Paris, pôle 5 ch. 12, 19 mai 2014, n° 11/03728 ; pourvoi rejeté sur ce point par Cass. crim., 20 avr. 2017, n° 14-84.562.

15 CA Paris, pôle 5 ch. 9, 14 sept. 2023, *Montaigne Fashion Group*, préc. note 9.

16 Loi n° 2025-391 du 30 avr. 2025 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique, financière, environnementale, énergétique, de transport, de santé et de circulation des personnes, transposant notamment la Directive (UE) 2020/1828 du 25 nov. 2020 relative aux actions représentatives visant à protéger les intérêts collectifs des consommateurs.

17 Th. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, 5e éd., LGDJ, coll. Précis Domat, 2025, n° 1428.

18 Dans une action collective opt-in, chaque investisseur doit expressément adhérer à l'action pour bénéficier de la décision ou de la transaction qui en résultera ; alors que dans une action opt-out, l'ensemble des investisseurs appartenant à la classe définie par le juge y sont présumés parties, sauf à s'en retirer expressément dans le délai imparti.

19 Art. 6:162 du *Burgerlijk Wetboek*.

20 *Hoge Raad*, 27 nov. 2009, *World Online*, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, JOR 2010/43.

21 *Wet afwikkeling massaschade in collectieve actie* (loi sur le règlement des dommages de masse par action collective), entrée en vigueur le 1er janv. 2020.

indemnitaire, également en opt-out, conduite par une entité représentative ; la WCAM, consacrée en 2005[22], qui permet à la cour d'appel d'Amsterdam d'homologuer *erga omnes*, en opt-out, des transactions collectives (affaires *Shell, Fortis, Ageas, Steinhoff*).

Espagne. Sur le marché primaire, la responsabilité du prospectus est encadrée par un régime spécial ; sur le marché secondaire, un régime spécifique a aussi été introduit pour l'information périodique[23]. Le droit commun de la responsabilité civile[24] demeure applicable en complément de ces régimes spéciaux, ainsi que dans les autres hypothèses d'information défectueuse. La faute est appréciée avec souplesse, et la simple négligence peut suffire. La causalité fait l'objet d'une présomption prétorienne consacrée par le Tribunal supremo dans son arrêt du 21 décembre 2021[25], dans le prolongement de l'arrêt *Bankia* de la CJUE[26], qui admet que professionnels comme particuliers peuvent se fier à l'exactitude du prospectus. Aucune juridiction n'est spécialisée ; les actions collectives, ouvertes aux associations de consommateurs, demeurent peu utilisées en matière boursière.

Italie. Le régime applicable est celui de la responsabilité extracontractuelle de droit commun[27], assorti de régimes spéciaux visant certains défendeurs, à l'instar des administrateurs[28] et d'un régime spécial de responsabilité s'agissant du prospectus[29]. La simple négligence suffit et la causalité bénéficie d'une présomption prétorienne dégagée en 2010 par la *Corte di cassazione* dans l'affaire *Tessival*[30]. Le contentieux relève des juridictions ordinaires, mais est porté devant leurs sections spécialisées en matière d'entreprise (*tribunali delle imprese*), et notamment devant celle de Milan qui concentre une part importante du contentieux relatif aux sociétés cotées et aux marchés financiers ; l'action de groupe, telle que réformée en 2019[31], demeure peu mobilisée en matière boursière.

Allemagne. Outre le droit commun, qui apparaît restrictif[32], des régimes spéciaux organisent la responsabilité de l'émetteur, tant en matière de prospectus[33] que d'information privilégiée[34]. La faute est – en principe – restreinte à la négligence grave (*grobe Fahrlässigkeit*). La causalité est présumée par ces régimes spéciaux, mais reste à la charge du demandeur en droit commun. En cas de prospectus défectueux, le régime spécial prévoit, à titre de réparation, le remboursement du prix payé. Le contentieux relève de chambres spécialisées. La procédure-modèle collective *KapMuG*[35], conçue à la suite de l'affaire *Deutsche Telekom* et réformée en 2024, permet de trancher de manière centralisée les questions communes de fait et de droit, bien que les grandes affaires (*Telekom, Steinhoff, Wirecard*) se dénouent le plus souvent par voie transactionnelle.

Royaume-Uni. Le législateur britannique a prévu des régimes spéciaux tant en matière de prospectus[36] que sur le marché secondaire[37]. En complément, certains délits civils (torts), eux-mêmes très restrictifs, peuvent s'appliquer, notamment le *tort of deceit* et le *tort of negligence*. Particularité notable, le droit britannique ne prévoit aucun fondement de responsabilité civile permettant d'obtenir réparation en cas de manipulation de marché[38]. La rigueur des conditions posées tant par les régimes spéciaux que par les torts les rend, en pratique, difficilement accessibles, ce qui explique le faible volume du contentieux au Royaume-Uni en la matière. L'intention frauduleuse et la *recklessness* ouvrent droit à indemnisation, tandis que la responsabilité pour négligence est admise en matière de prospectus, mais exclue sous le régime spécial du marché secondaire[39]. La causalité obéit à une exigence rigoureuse de direct reliance : le demandeur doit avoir effectivement pris connaissance de l'information défectueuse. Le contentieux peut relever de la *Financial List* de la *High Court* (au-delà de cinquante millions de *livres sterling*) ; les actions représentatives et les *group litigation orders* ont une utilité limitée en matière boursière. Fait notable, la *FCA* promeut des schémas de restitution collectifs sur le fondement de la Section 384 du *FSMA*[40], qui offrent une voie indemnitaire hors du judiciaire.

4.2. Analyse comparative transversale

Droit applicable et conditions. Plusieurs éléments sont déterminants pour apprécier l'aptitude d'une juridiction à juger et le cas échéant réparer le préjudice boursier. Le premier tient au droit applicable : les cas relèvent-ils du droit commun de la responsabilité civile ou d'un régime spécial ? Les régimes spéciaux peuvent notamment aménager les exigences requises, en délimitant les demandeurs et défendeurs

22 *Wet collectieve afwikkeling massaschade* (loi sur le règlement collectif des dommages de masse), codifiée aux articles 7:907 à 7:910 du Code civil néerlandais et aux articles 1013 à 1018a du Code de procédure civile néerlandais.

23 *Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión ; complétée par le Real Decreto 814/2023* du 8 nov. 2023.

24 Art. 1902 du Código civil.

25 *Tribunal supremo*, ch. civile, 21 déc. 2021, n° 890/2021.

26 CJUE, 3 juin 2021, aff. C-910/19, *Bankia SA c/ Unió Mutual Asistencial de Seguros (UMAS)*, ECLI:EU:C:2021:433.

27 Tel que consacré par l'art. 2043 du *Codice civile*.

28 Art. 2395 du *Codice civile*.

29 Art. 94 du *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), Decreto Legislativo* du 24 févr. 1998, n° 58.

30 *Cass. it.*, 11 juin 2010, n° 14056, *Tessival c/ Intesa Sanpaolo*.

31 Art. 840 bis du *Codice di procedura civile*.

32 § 823 *BGB*, qui permet d'engager la responsabilité en cas de violation d'une norme édictée pour protéger le demandeur, et § 826 *BGB*, ce dernier exigeant une atteinte intentionnelle aux bonnes mœurs.

33 Art. 8 à 12 du *WpPG*.

34 § 97 *WpHG* pour le retard de publication et § 98 WpHG pour l'information inexacte.

35 *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz*, loi du 19 oct. 2012 (*BGBl. I 2012, p. 2182*), réformée par la loi du 12 juill. 2024 (*BGBl. I 2024, n° 234*).

36 Art. 90 FSMA.

37 Art. 90A et annexe 10A FSMA, pour les rapports financiers et les informations permanentes fausses ou trompeuses.

38 *Burford Capital Ltd v. London Stock Exchange plc, [2020] EWHC 1183 (Comm).*

39 *ACL Netherlands B.V. (as successor to Autonomy Corporation Limited)* et *al. v. Michael Richard Lynch et al., [2022] EWHC 1178 (Ch).*

40 *FCA, Final Notice to Tesco plc and Tesco Stores Limited*, 28 mars 2017, sur le fondement de la *Section 384* du *Financial Services and Markets Act 2000*.

concernés ou en introduisant des présomptions pour faciliter la tâche aux investisseurs.

Sur ce point, le droit de l'Union européenne conserve une place relativement marginale. Si le règlement Prospectus[41] et la directive Transparence[42] exigent qu'un régime de responsabilité civile soit applicable aux informations publiques fausses ou trompeuses, ils n'imposent pas la création d'un régime spécifique et laissent ainsi aux États membres une large marge de manœuvre quant à ses modalités. Le règlement Abus de marché, quant à lui, reste silencieux sur les conséquences, en matière de responsabilité civile, d'une violation de ses dispositions.

Sur le marché primaire, la plupart des juridictions étudiées prévoient un régime spécial de responsabilité dédié aux informations publiées dans les prospectus. Seuls dérogent à ce principe les Pays-Bas, qui renvoient au droit de la consommation. Sur le marché secondaire, la fragmentation domine : les rapports financiers sont soumis à un régime légal spécifique en Espagne[43] et au Royaume-Uni[44] tout comme l'information privilégiée en Allemagne[45] et au Royaume-Uni[46]. En tout état de cause, dans les juridictions étudiées, même en présence d'un régime spécial, le droit commun reste généralement applicable à titre complémentaire, pour engager la responsabilité de défendeurs non visés par ce régime.

Les juridictions étudiées se distinguent également par le degré de faute exigé. En Italie, en Espagne et aux Pays-Bas, la négligence simple peut suffire à engager la responsabilité. L'Allemagne retient une approche plus restrictive, la responsabilité étant généralement subordonnée à une négligence grave. Le droit britannique opère une distinction selon le marché concerné : si la responsabilité liée au prospectus peut être engagée en cas de négligence, le régime spécial applicable sur le marché secondaire exige une intention ou une *recklessness*. Le *tort of negligence* demeure certes applicable, mais sa reconnaissance est soumise à la réunion de conditions difficiles à satisfaire. Fait notable, tous les pays étudiés ont introduit, dans leurs régimes spéciaux applicables au prospectus, une présomption réfragable de négligence de l'émetteur.

Quant au lien de causalité entre l'information fausse ou trompeuse et la décision d'investir, son établissement est très souvent facilité par des présomptions – prétoriennes aux Pays-Bas, en Italie et en Espagne, codifiées en Allemagne et au Royaume-Uni pour le prospectus.

Comparaison avec la France : le droit français, qui s'en remet au seul droit commun, figure sur le papier parmi les plus protecteurs des demandeurs quant aux conditions de la responsabilité ; sa singularité se loge dans la mesure du dommage indemnisable.

Préjudice réparable. Partout, l'indemnisation du préjudice est une question essentiellement prétorienne – à l'exception du régime allemand du prospectus où elle est fixée par le législateur – et repose sur le principe de la réparation intégrale. Deux mesures alternatives sont applicables : l'annulation économique de la transaction, lorsqu'on considère que l'investisseur n'aurait jamais conclu la transaction en l'absence de publication de l'information fausse ou trompeuse[47] ; ou le recouvrement du prix payé en excès, si l'on considère que l'investisseur aurait tout de même conclu la transaction mais à un prix non affecté par l'information trompeuse. La perte de chance n'est admise que comme raffinement complémentaire, jamais comme mesure exclusive.

Les questions liées à la détermination et à l'évaluation du préjudice sont bien illustrées par l'affaire italienne *Saipem*, jugée par la cour d'appel de Milan en 2023[48]. Le litige portait sur un retard de publication de la dégradation de la situation économique et financière de l'émetteur, dont la révélation avait entraîné une chute significative du cours. La cour a retenu la responsabilité extracontractuelle de l'émetteur. Face à deux évaluations divergentes – 10 euros selon la chute du cours, contre 3 euros selon la méthode *discounted cash flow* –, le juge italien a fixé le dommage à la moyenne des deux valeurs, en usant de son pouvoir modérateur[49]. Par la manière dont elle traite la marge d'appréciation qu'ouvrent les méthodes économétriques, la solution italienne témoigne ainsi d'un pragmatisme que l'on retrouve, sous une autre forme, dans la perte de chance en droit français. Ce qui suggère, plus largement, que même le principe de réparation intégrale laisse place au pouvoir modérateur du juge.

Comparaison avec la France : la perte de chance y est la mesure de principe depuis *Gaudriot*, la réparation intégrale n'est pas le standard contrairement à la plupart des pays étudiés.

Aspects procéduraux et coûts. Les juridictions sont celles ordinaires, mais presque toujours spécialisées, grâce à des chambres dédiées (Allemagne, Royaume-Uni), avec en outre une concentration *de facto* du contentieux (Milan, Amsterdam). Les actions collectives existent partout mais restent peu utilisées, sauf aux Pays-Bas ; le modèle de *l'opt-in* domine, *l'opt-out* ne prévalant véritablement que dans le régime néerlandais et, avec une utilité limitée, au Royaume-Uni. En pratique, les grandes affaires se dénouent, en Allemagne comme aux Pays-Bas, par voie transactionnelle, portées par les procédures-modèles *KapMuG* et par les mécanismes d'homologation collective (*WCAM, WAMCA*). Les décisions de sanction constituent une « *preuve privilégiée* » en Italie, et sont décrites comme un « *tremplin* » vers la res-

41 Art. 11 du Règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017, relatif au prospectus.

42 Art. 7 de la Directive 2004/109/CE du 15 déc. 2004 relative aux obligations de transparence des émetteurs.

43 *Ley 6/2023*.

44 *Section 90A et Schedule 10A* du FSMA.

45 *§§ 97 - 98 WpHG*.

46 *Section 90A et Schedule 10A du FSMA*.

47 Cela concerne notamment le remboursement du prix d'acquisition, imposé en Allemagne pour tout prospectus comportant des informations fausses ou trompeuses.

48 CA Milan, 19 oct. 2023, *Anchor Series Trust et al. v. Saipem, Le Società*, 5/2024, p. 5991.

49 Art. 1226 du *Codice civile*.

ponsabilité civile aux Pays-Bas. Enfin, la règle du « *perdant payeur* » s'applique partout, sous réserve de limitations, et les honoraires de résultat sont interdits ou strictement encadrés, sauf au Royaume-Uni.

Comparaison avec la France : l'absence de spécialisation des tribunaux contraste avec les autres juridictions étudiées. La durée des procédures en France est longue, mais n'est pas supérieure à celle observée à l'étranger. Le recours à la médiation et à la transaction apparaît moins développé qu'en Allemagne et aux Pays-Bas. Enfin, les coûts de procédure sont sensiblement inférieurs à ceux des autres juridictions étudiées, compte tenu de la gratuité de la justice judiciaire française, ce qui est de nature à favoriser l'accès des investisseurs individuels au juge.

Conclusion

Le rapport conclut sans conclure, fidèle à son parti pris descriptif. Trois enseignements se dégagent. D'abord, le risque d'une américanisation du contentieux boursier européen n'est pas fondé : aucun État européen étudié n'a par exemple admis les dommages-intérêts punitifs ou généralisé l'*opt-out* aux conditions américaines. Ensuite, l'indemnisation du préjudice boursier relève partout d'un droit à forte dimension prétorienne. Enfin, le lien entre indemnisation et attractivité des places financières n'admet pas de réponse univoque : le Royaume-Uni a un régime hostile à l'indemnisation, sauf fraude, tout en restant l'une des premières places financières d'Europe.

En toile de fond, le rapport met aussi en lumière l'interaction étroite entre l'action répressive des pouvoirs publics et les questions de responsabilité civile. Souvent en Europe la sanction administrative voire pénale précède et nourrit une action civile que les présomptions de causalité et les actions collectives rendent plus accessible : le risque attaché à une communication défectueuse se mesure désormais autant à l'aune des dommages-intérêts accordés par le juge civil qu'à celle des sanctions pécuniaires administratives ou des sanctions pénales. Par ailleurs, certains régulateurs peuvent favoriser l'indemnisation extrajudiciaire des investisseurs, à commencer par la *FCA* britannique, qui promeut des mécanismes collectifs de restitution financés par la société fautive[50].

Ramené à cette grille comparative, le droit français, en dépit d'une réputation parfois défavorable – nourrie en particulier par l'absence de réparation intégrale et la longueur des procédures –, apparaît en réalité équilibré. Son origine essentiellement prétorienne lui a conféré une certaine souplesse, au prix toutefois d'une moindre lisibilité et d'un quantum reconnu par les juridictions françaises considéré généralement comme moins généreux que ceux reconnus par les systèmes fondés sur la réparation intégrale. Enfin, le cadre juridique français des actions civiles collectives est, depuis quelques années, en pleine recomposition, tandis que ces actions se développent, sous l'impulsion notamment de tiers financeurs et l'appui de l'intelligence artificielle, qui peut contribuer à gérer la masse considérable de pièces et de données inhérente aux procès collectifs réunissant des centaines, voire des milliers, de demandeurs.

Pour finir, le mot fameux attribué à Talleyrand (à tort, paraît-il ; peut-être est-ce une information fausse ou trompeuse) peut être repris : « *quand je me regarde, je me désole ; quand je me compare, je me console* ». La comparaison avec les autres pays européens n'invite toutefois pas seulement à la consolation : elle peut aussi nourrir utilement la réflexion du législateur, de la jurisprudence et de la doctrine en France. Le rapport du HCJP met ainsi en lumière plusieurs solutions développées à l'étranger qui pourraient utilement inspirer cette réflexion.

50 *FCA, Final Notice to Tesco plc and Tesco Stores Limited*. En outre, en Italie, le mécanisme des « *impegni* » (art. 196-ter TUF), récemment introduit, pourrait permettre à la *CONSOB* d'accepter et de rendre contraignants des engagements prévoyant l'indemnisation des investisseurs lésés.

Indemniser les investisseurs : la place de Paris peut-elle mieux faire ?

Auteur(s)



Philippe Métais
Avocat associé, Bryan Cave Leighton Paisner LLP



Élodie Valette
Avocat associé, Bryan Cave Leighton Paisner LLP

Un investisseur trompé par une fausse annonce boursière peut-il être indemnisé en France ? La réponse est oui en théorie mais c'est plus compliqué en pratique. Un rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, publié le 1er octobre 2025[1], remet le sujet sur la table : la capacité à indemniser les investisseurs lésés « *constitue, avec la répression administrative, un élément essentiel d'attractivité des marchés de capitaux* ». Autrement dit, on n'attire pas l'épargne vers la bourse sans montrer qu'elle sera protégée en cas de problème. Et sur ce terrain, la France joue une partition à part : pionnière il y a vingt ans, elle fait désormais figure d'exception en Europe.

Prenons un actionnaire qui achète des titres sur la foi d'une communication financière flatteuse, mais mensongère. Le cours chute quand la vérité éclate. En toute logique, on penserait qu'il peut réclamer sa perte. Ce n'est pas ce que dit le droit français. Depuis l'arrêt *Gaudriot* de la Cour de cassation du 9 mars 2010[2], les juges considèrent que l'investisseur n'a pas perdu de l'argent « à cause » de la fausse information : il a perdu une chance – celle d'avoir placé son capital ailleurs, ou de s'être retiré à temps.

Cette idée vient du droit commun : la perte de chance, c'est la disparition certaine d'une possibilité favorable, et elle ne donne jamais droit à l'intégralité du gain manqué, seulement à une fraction correspondant à la probabilité qu'elle se soit réalisée. Appliqué à la bourse, cela veut dire que l'actionnaire aurait pu acheter moins cher, vendre plus cher, ou ne pas investir du tout – s'il avait eu la bonne information. Mais il doit le prouver : démontrer une faute, un préjudice certain, et un lien direct entre les deux. Et le plus dur, c'est justement d'établir ce qu'il aurait fait, et ce qu'il aurait gagné, si on ne lui avait pas menti.

Cette solution n'est pas qu'une bizarrerie française sans logique. Elle a un atout concret : elle facilite le traitement des gros dossiers, ceux où des milliers d'actionnaires réclament réparation en même temps. Plutôt que d'examiner chaque situation une par une, les tribunaux fixent souvent une indemnité forfaitaire, un pourcentage identique de la moins-value pour tout le monde. C'est pragmatique, même si c'est approximatif. Cela donne aussi de la prévisibilité aux entreprises cotées, qui savent qu'elles ne risquent pas de devoir rembourser l'intégralité du préjudice allégué. Et il faut le rappeler : la France a été l'une des premières en Europe à seulement reconnaître qu'un tel préjudice boursier existe.

Dans un rapport de novembre 2014[3], la Commission *ad hoc* du Club des juristes a dressé un constat sévère. Premier reproche : donner la même indemnité forfaitaire à tout le monde crée des injustices. Certains actionnaires qui n'ont fait que conserver leurs titres touchent une compensation, pendant que d'autres, qui ont acheté trop cher, ne sont pas intégralement remboursés. La Commission va même plus loin : cette logique forfaitaire ressemble davantage à une punition qu'à une réparation – alors que sanctionner, c'est le rôle du régulateur ou du juge pénal, pas celui du juge civil.

Deuxième reproche : la confusion entre deux types d'aléas. Celui qui investit en bourse accepte le risque normal du marché ; mais l'aléa créé par une fausse information, lui, n'est pas acceptable. En mélangeant les deux sous l'étiquette « perte de chance », les tribunaux fixent des montants plutôt au hasard, et refusent par principe d'indemniser la vraie perte en capital causée par le mensonge.

Troisième reproche : cette approche globale ignore que chaque investisseur a une histoire différente – selon que l'achat a été effectué avant ou après l'annonce, conservé ou revendu. La Commission propose donc une autre grille : distinguer la perte de valeur directe de l'investissement (un préjudice certain, qui mérite réparation intégrale) de la perte d'une occasion précise d'investir ailleurs (la vraie perte de chance, mais réservée aux cas où elle est démontrée). Elle suggère aussi de s'appuyer sur des études financières rigoureuses – les « *event studies* » utilisées aux États-Unis – pour mesurer l'impact réel d'une fausse information sur le cours d'un titre, plutôt que de deviner.

Le rapport du Haut Comité Juridique a comparé la France à cinq voisins européens : l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. Tous reconnaissent le préjudice boursier, mais aucun ne le limite à une simple perte de chance : partout ailleurs, le principe reste la réparation intégrale, calculée soit comme la différence entre le prix payé et celui qui aurait dû l'être sans l'information défectueuse, soit par l'annulation pure et simple de la transaction.

1 *Rapport sur l'indemnisation des investisseurs pour fausse information sur les marchés financiers*, HCJP, 1er octobre 2025.

2 Com., 9 mars 2010, n° 08-21.547.

3 *Rapport sur l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Le Club des Juristes, novembre 2014.

Faut-il en déduire que ce système fait fuir les investisseurs de la bourse de Paris ? Le Haut Comité Juridique refuse une réponse simpliste. Il relève que le Royaume-Uni, dont la loi est pourtant très restrictive sur l'indemnisation boursière (sauf en cas de fraude avérée), reste l'une des plus grandes places financières d'Europe. À l'inverse, aux États-Unis, c'est précisément l'intensité de la répression et des procès qui rassure les investisseurs. Le niveau d'indemnisation n'est donc qu'un élément parmi d'autres – l'action du régulateur compte au moins autant, et les deux sont liés puisque les procès civils s'appuient souvent sur des sanctions administratives déjà prononcées. Mais le rapport est clair sur un point : une protection trop faible des investisseurs ne peut jamais être un argument de vente pour une place financière.

Ce diagnostic n'est pas nouveau. Déjà en janvier 2011, le rapport remis à l'Autorité des marchés financiers par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux[4] pointait les mêmes blocages : une action civile coûteuse et difficile à prouver ; une action pénale limitée à une poignée de délits boursiers ; une action collective créée en 1994, jamais vraiment utilisée faute d'association pour s'en saisir ; et des dispositifs de médiation gratuits mais trop peu connus des épargnants. Il recommandait de muscler la médiation de l'AMF. Un rappel utile : l'AMF surveille l'information financière et peut organiser une médiation, mais elle n'a aucun pouvoir pour indemniser elle-même les victimes.

Le contentieux sériel « *Aristophil* », qui continue d'alimenter les juridictions, montre que cette logique de perte de chance dépasse largement le cadre boursier. Les investisseurs qui poursuivent leur conseiller financier pour leur avoir recommandé ce placement défaillant se voient, eux aussi, appliquer une perte de chance – chiffrée selon les dossiers entre 50 % et 90 % du préjudice allégué, et conditionnée à l'existence d'une assurance mobilisable. Même logique du côté des banques et sociétés de bourse[5].

Si le mécanisme de la perte de chance a permis de traiter rapidement des contentieux de masse impossibles à individualiser au cas par cas, cette pratique a aussi glissé vers une indemnisation forfaitaire contraire à l'idée même de réparation intégrale, et déconnectée de la réalité des marchés.

Les solutions existent, et elles ne passent pas forcément par une révolution : mieux individualiser les préjudices en s'appuyant sur des méthodes financières déjà rodées à l'étranger, renforcer la médiation et le règlement amiable, s'inspirer des outils développés chez nos voisins européens. C'est cette voie qui permettra à la place de Paris de garder ce qui a fait sa force, un traitement efficace des contentieux de masse, tout en offrant enfin aux investisseurs ce qu'ils attendent vraiment : une réparation à la hauteur de leur préjudice réel.

4 *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* remis à l'AMF le 25 janvier 2011.

5 Com., 4 févr. 2014, n° 13-10.630.

Action de groupe et contentieux financier

Auteur(s)



Tristan Girard-Gaymard
Enseignant-Chercheur, UCLy, UR Confluence Sciences et Humanités (EA 1598)
Directeur scientifique et avocat associé, Bruzzo Dubucq

Il ya une sorte de paradoxe à vouloir traiter dans les colonnes de cette jeune revue des liens entre l'action de groupe et le contentieux financier[1]. D'un côté, il n'y aurait à peu près rien à dire à ce sujet, tant sont rares, mais pas inexistantes, en France et en Europe, les actions de groupe ou, plus généralement, les actions de masse boursières. D'un autre côté, les scandales financiers qui ne cessent de jalonner l'histoire économique depuis l'avènement des titres et, plus généralement, des valeurs mobilières[2], rendent nécessaire une réflexion critique sur l'inaptitude du droit positif à favoriser des contentieux de masse en matière financière.

Une affaire retient aujourd'hui l'attention de qui observe la réparation du préjudice boursier : près de dix mille porteurs de parts poursuivent, devant le Tribunal des activités économiques de Paris, la réparation des pertes qu'ils imputent à la gestion de fonds dont la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a stigmatisé les manquements par une décision du 30 décembre 2022[3], que le Conseil d'État a refusé d'annuler le 13 juin 2025[4]. L'affaire dite H2O, pendante devant une juridiction parisienne[5], n'est certes pas isolée : d'autres contentieux actionnariaux de grande ampleur mettent en cause l'information financière délivrée par des émetteurs cotés et la responsabilité de leurs dirigeants. Le contentieux boursier de masse, longtemps annoncé, a pris corps. Il naît souvent d'un même schéma : la révélation d'une information financière trompeuse, l'effondrement du cours, puis la recherche, par des investisseurs dispersés, d'une réparation que le procès individuel, trop coûteux au regard de l'enjeu de chacun, ne permet guère d'obtenir seul.

Le contentieux boursier semble vivre un moment singulier. Le législateur vient de refondre l'action de groupe par la loi du 30 avril 2025, complétée par trois décrets pris à l'été et à l'hiver de la même année[6]. On pouvait croire que ce recours collectif rénové accueillerait le contentieux de l'investisseur. Il n'en est rien. Ces actions de masse ne se coulent pas dans le moule de l'action de groupe mais empruntent la forme, plus modeste et plus ancienne, de l'action conjointe, jonction de demandes individuelles portées par un même conseil, sous l'égide d'une association et avec le concours d'un tiers-financeur.

Le contentieux boursier de masse a d'abord emprunté, dans les années 2000, la voie pénale, par des constitutions de partie civile groupées que les associations agréées, l'Association de défense des actionnaires minoritaires et l'Association des petits porteurs actifs, organisaient pour des centaines de porteurs. Ainsi de l'affaire Sidel, où le tribunal correctionnel de Paris a, le 12 septembre 2006, fait droit aux constitutions de partie civile de plus de sept cents petits porteurs, indemnisés chacun à hauteur de son préjudice propre[7]. L'action en représentation conjointe des investisseurs, pourtant taillée pour cet office, est demeurée quasi inusitée. Sont venues enfin, ces dernières années, les actions civiles conjointes adossées à un tiers-financeur, dont l'affaire H2O offre l'exemple public. Trois âges, une même constante : la pratique a toujours dû suppléer l'absence d'un véritable recours collectif de l'investisseur. Ce constat rejoint celui d'une doctrine autorisée, qui relève que la responsabilité civile boursière demeure, en France, *« assez peu mise en œuvre »*, par contraste saisissant avec les *securities class actions* nord-américaines[8].

De là l'interrogation qui commande cette étude : la nouvelle action de groupe est-elle applicable au contentieux boursier et, si elle l'est en droit, l'est-elle en fait ? La réponse commande le sort du procédé de substitution et l'appréciation de son financement, dont on verra qu'ils ne méritent pas la défaveur dont on les entoure. On soutiendra que l'action de groupe,

1 L'auteur révèle au lecteur que ses fonctions de conseil l'ont conduit à défendre un collectif d'actionnaires contre certains dirigeants de la société EMEIS (ex ORPEA) dans le cadre d'une instance en responsabilité civile toujours pendante à l'heure où ces lignes sont écrites.

2 Voy. sur cela V. Malassasigné, *Les titres représentatifs* (préf. A. Ghozi), Dalloz, 2016.

3 AMF, comm. des sanctions, déc. n° SAN-2023-01 du 30 décembre 2022.

4 CE, 13 juin 2025, n° 471548 et 471744, rejetant les recours formés contre la décision de la commission des sanctions.

5 Voy. à ce sujet le jugement statuant les exceptions de procédure rendu le 15 octobre 2025 : TAE Paris, 15 octobre 2025, RG n° J2025000618.

6 L. n° 2025-391 du 30 avril 2025 portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique, financière, environnementale, énergétique, de transport, de santé et de circulation des personnes, art. 16 (JORF 2 mai 2025). Décrets d'application : D. n° 2025-653 du 16 juillet 2025 (tribunaux judiciaires compétents), D. n° 2025-734 du 30 juillet 2025 (procédure et registre public des actions de groupe, tenu par le ministère de la justice : art. 14), D. n° 2025-1191 du 10 décembre 2025 (agrément des associations et publicité des financements).

7 TGI Paris (11e ch. corr.), 12 septembre 2006, n° 0018992026 (aff. *Sidel, Min. public c/ Olivier et a.*) : statuant sur les constitutions de partie civile de plus de sept cents petits porteurs, le tribunal a indemnisé chacun d'eux à hauteur de son préjudice propre, évalué individuellement en perte de chance, pour des montants s'échelonnant de quelques centaines à plusieurs dizaines de milliers d'euros.

8 J. Prorok, « La protection des investisseurs », RDBF, 2024, n° 1, spéc. n° 5. Adde S. Vermeille et F. Leplège, « La mise en jeu de la responsabilité civile comme instrument de dissuasion de l'insincérité informationnelle. Étude des conditions d'effectivité du private enforcement », RTDF, 2026, n° 2.

ouverte à la matière boursière par la lettre des textes, y demeure impraticable par l'effet de ses conditions d'exercice (**I**), et que la pratique s'est dès lors reportée, à bon droit, sur l'action conjointe financée par un tiers (**II**).

I - L'action de groupe boursière : un droit ouvert, un recours fermé

L'action de groupe rénovée n'exclut pas la matière boursière mais la rend seulement impraticable. Ouverte sur le terrain des textes (A), elle se referme à l'épreuve des caractères propres du contentieux qu'elle prétendrait accueillir (B).

A. Une hospitalité de façade

La fin des frontières sectorielles. La réforme de 2025 a rompu avec la sectorisation qui avait bridé l'action de groupe depuis 2014. Là où le dispositif antérieur cantonnait le recours à la consommation, à la santé, à l'environnement, aux discriminations et aux données personnelles, en sériant les préjudices réparables selon la matière[9], l'article 16 de la loi nouvelle ouvre l'action « *pour le compte de plusieurs personnes physiques ou morales, placées dans une situation similaire* », à raison de tout « *manquement ou* [...] *manquement de même nature à ses obligations légales ou contractuelles* » commis par un professionnel, et tend à « *la réparation des préjudices, quelle qu'en soit la nature* »[10]. L'admission des personnes morales au sein du groupe n'est pas le moindre de ces apports : l'investisseur institutionnel, hier cantonné à l'action individuelle, pourrait en théorie y prendre place. La formule est assez large pour embrasser le manquement de l'émetteur à ses obligations d'information financière, la faute des dirigeants sociaux au sens de l'article L. 225-251 du code de commerce et celle des commissaires aux comptes au sens de l'article L. 821-37 du même code, dont le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les diligences[11]. Aucune exclusion de matière ne vient démentir cette lecture : le législateur a voulu une action « *en toutes matières* »[12], les seules réserves de champ visant la réparation des dommages corporels[13] et, en matière de concurrence, l'exigence d'une décision préalable[14]. La difficulté ne tient donc pas à l'objet du litige, mais aux conditions d'exercice de l'action. Encore fallait-il que ce champ, désormais presque universel, ne se heurtât pas à un droit spécial préexistant.

L'ombre portée d'un droit spécial déserté. La matière boursière n'était pas dépourvue d'instrument collectif. L'action en représentation conjointe des articles L. 452-1 et L. 452-2 du code monétaire et financier permet à une association d'investisseurs agréée par l'Autorité des marchés financiers, mandatée par deux investisseurs au moins, d'agir en réparation au nom de ceux-ci ; encore l'agrément suppose-t-il six mois d'existence, deux cents membres cotisant individuellement et des dirigeants remplissant des conditions d'honorabilité[15]. Ce dispositif, la doctrine l'a jugé mort-né dès l'origine[16]. Les précédents le confirment d'ailleurs : l'action en représentation conjointe est restée quasiment sans application en matière boursière[17] ; les grands contentieux de masse lui ont préféré, hier, la constitution de partie civile groupée devant le juge pénal, dans les affaires Sidel, Vivendi ou EADS[18], et, aujourd'hui, l'action civile financée par un tiers. Les associations agréées elles-mêmes, seules habilitées à exercer la représentation conjointe, l'ont délaissée, preuve que l'instrument spécial demeurait impraticable pour ceux-là mêmes qu'il visait. Ce dispositif désuet se superpose désormais à l'action de groupe de droit commun, et la question de leur articulation s'en trouve posée.

Ni monopole du droit spécial, ni éviction de l'action individuelle. La coexistence de l'action de groupe de droit commun et du régime spécial des associations d'investisseurs soulève une double question que la réforme n'a pas tranchée. La première est celle d'une éventuelle préemption : en vertu de l'adage *specialia generalibus derogant*, le régime de l'article L. 452-2 exclurait-il, pour les investisseurs, l'action de groupe de droit commun ? La loi du 30 avril 2025, générale et postérieure, n'abroge pas ce régime spécial et ne comporte aucune exclusion ; les deux voies collectives coexistent donc, au prix d'une incohérence que le législateur a laissée subsister, l'adage ne réglant que le conflit de règles inconciliables, non le concours de deux procédures facultatives. Au demeurant, l'action de groupe de droit commun n'est pas moins dérogatoire, en un sens, que le régime du code monétaire et financier : l'une et l'autre s'écartent du droit commun de l'action individuelle, et rien n'autorise à faire prévaloir la plus ancienne sur la plus récente, que la règle de la loi postérieure inclinerait plutôt à préférer. La coexistence des deux voies collectives, pour inconfortable qu'elle soit, ne saurait donc se résoudre en une exclusion que nul texte ne prononce. La seconde question, plus décisive, touche au sort de l'action individuelle. L'attribution d'une action collective à des demandeurs qualifiés, ce que la doctrine nomme une action « *attitrée* », prive-t-elle

9 L. n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation ; L. n° 2016-41 du 26 janvier 2016 de modernisation de notre système de santé ; L. n° 2016-1547 du 18 novembre 2016 de modernisation de la justice du XXIe siècle. Sur le bilan (trente-huit procédures en dix ans, deux succès contentieux), v. J. Quidu-Tudela, « Nouveau régime de l'action de groupe : l'Arlésienne enfin sur le devant de la scène ? », RLDC, 1er avril 2026, n° 246.

10 L. n° 2025-391 du 30 avril 2025, art. 16, I, A.

11 RG AMF, art. 212-15. Sur les obligations d'information de l'émetteur (information réglementée, périodique et permanente) et leur soubassement, v. l'art. 221-1 du règlement général de l'AMF et le règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

12 L. n° 2025-391 du 30 avril 2025, art. 16, VI, insérant un article L. 211-15 du code de l'organisation judiciaire visant les actions de groupe *« engagées en toutes matières »*.

13 *Ibid*., art. 16, VII (réserve des régimes spéciaux de réparation des dommages corporels).

14 *Ibid*., art. 16, VIII (v. infra).

15 C. mon. fin., art. L. 452-1 et L. 452-2 ; conditions de l'agrément aux art. D. 452-1 et s.

16 L. Boré, *« L'action en représentation conjointe : class action française ou action mort-née ? »*, D. 1995, chron. p. 267.

17 Sur la rareté de ce recours en matière financière, v. le rapport du Sénat sur l'action de groupe (Rapport d'information n° 499 du 26 mai 2010).

18 Sur la voie pénale : aff. *Sidel* (T. corr. Paris, 12 sept. 2006, préc.), où l'Association de défense des actionnaires minoritaires et l'Association des petits porteurs actifs regroupèrent les constitutions de partie civile de plus de sept cents porteurs, indemnisés chacun à hauteur de son préjudice individuel ; aff. *Vivendi*, où l'Association des petits porteurs actifs se constitua partie civile dès 2002 (TGI Paris, 21 janv. 2011, RG n° 0220696051, RSC 2012. 571, obs. F. Stasiak ; Bull. Joly, mars 2011 n° 3, p. 210, note J.-F. Barbiéri ; Bull. Joly Bourse, avr. 2011, p. 236, note J. Lasserre-Capdeville, condamnation du chef de diffusion de fausses informations, relaxe partielle en appel) ; aff. *EADS*. Adde, sur l'indemnisation des petits actionnaires par la responsabilité civile de droit commun, l'affaire *Régina Rubens* (CA Paris, 9e ch., sect. B, 14 septembre 2007, n° 07/01477, *Dumont Séverine, Elisabeth, Maria épouse Chapellier e.a. c/ Association des petits porteurs actifs e.a.*).

l'investisseur de son action propre ? La réponse est négative. L'article 31 du code de procédure civile ne réserve la qualité que dans les cas « *dans lesquels la loi attribue le droit d'agir aux seules personnes qu'elle qualifie* »[19] ; réserver une action collective à des associations n'éteint pas l'action de droit commun que chaque investisseur tient de son seul intérêt, ni la faculté de la joindre à celle d'autrui.

B. Un seuil infranchissable

L'action n'est pas fermée au contentieux boursier par son objet mais par ses conditions d'exercice. Quatre traits de l'action de groupe rénovée la rendent inapte à saisir le contentieux boursier de masse : le verrou de la qualité pour agir, le piège du temps, la logique de l'adhésion et l'absence d'un mécanisme de suite.

Récuser l'association que le dommage fait naître. Le monopole associatif subsiste, et la condition d'ancienneté qui l'accompagne confine au paradoxe. L'article 16 de la loi de 2025 réserve l'action en réparation aux associations agréées et aux entités qualifiées inscrites sur la liste européenne ; l'action en cessation peut seule être ouverte aux associations déclarées depuis deux ans au moins et justifiant de vingt-quatre mois d'activité effective ; l'agrément lui-même suppose douze mois d'activité, quand celui de l'article L. 452-1 exige six mois d'existence et deux cents adhérents[20]. Le décret du 10 décembre 2025 achève d'en dévoiler la matrice consumériste[21] : l'agrément est délivré pour cinq ans par arrêté du ministre chargé de la consommation, de sorte qu'une association vouée à la défense des investisseurs devrait, pour agir sur le terrain boursier, obtenir l'agrément du ministre de la consommation. Exiger d'une association de victimes qu'elle préexiste au dommage revient à demander l'impossible : l'association d'actionnaires ou de porteurs naît, par hypothèse, du sinistre boursier qu'elle entend réparer. La condition d'ancienneté ferme ainsi l'action de groupe précisément aux groupements que le dommage fait éclore, et prive d'effet l'association *ad hoc*, dont la proposition de loi Gosselin et Vichnievsky, votée à l'unanimité par l'Assemblée nationale le 8 mars 2023, avait voulu consacrer le droit d'agir avant que le Sénat ne l'écarte et que la commission mixte paritaire n'entérine ce refus[22]. Ce verrou est important : le groupement né du dommage ne peut agir, et l'investisseur pas davantage. La défiance envers les demandeurs explique ce choix : plutôt que d'ouvrir l'action aux associations *ad hoc*, soupçonnées de porter un risque d'instrumentalisation, le législateur a préféré la réserver à des entités éprouvées, quitte à priver le recours de tout demandeur en matière boursière. Les entités qualifiées inscrites sur la liste européenne, conçues pour la défense des consommateurs par la directive du 25 novembre 2020, n'y suppléent pas : aucune n'a vocation à porter le contentieux de l'investisseur.

La prescription, compte à rebours de l'investisseur. À ce premier obstacle s'ajoute celui du temps. Si l'action de droit commun se prescrit par cinq ans[23], l'action en responsabilité contre les dirigeants sociaux, « *tant sociale qu'individuelle* », se prescrit par trois ans à compter du fait dommageable ou, s'il a été dissimulé, de sa révélation[24], règle que la société en commandite par actions applique par le renvoi de l'article L. 226-1 et que la société à responsabilité limitée connaît en termes identiques[25]. En matière boursière, où la faute réside précisément dans une dissimulation, ce délai abrégé, courant de la révélation, n'ouvre à l'investisseur qu'une fenêtre étroite. Le point de départ, fixé au jour de la révélation, ne repousse cette échéance qu'en apparence : la révélation précède souvent de peu la sanction administrative sur laquelle l'action civile viendra s'adosser, si bien que le délai de trois ans risque de s'épuiser avant même que la commission des sanctions n'ait statué. Or l'action de groupe n'y apporte nul secours : la suspension de la prescription qu'organise l'article 16 ne joue qu'une fois l'action engagée[26], ce qui suppose une association agréée en mesure d'agir en temps utile, que la condition d'ancienneté rend introuvable. Le cercle est vicieux : le temps requis pour se doter d'un demandeur recevable consume celui dont l'investisseur dispose pour agir.

Un préjudice rebelle à la sérialité. Le mécanisme procédural lui-même se révèle inadéquat. L'action de groupe procède en deux temps, un jugement sur la responsabilité puis l'adhésion des victimes selon le système de l'*opt in*, et suppose des préjudices homogènes[27]. Or le préjudice boursier s'analyse en une perte de chance, propre à chaque investisseur et à chaque acquisition, ainsi que l'a jugé la Cour de cassation dans l'affaire Gaudriot[28]. Dans l'affaire Marionnaud, elle a même dispensé l'investisseur de démontrer qu'il s'était concrètement déterminé d'après l'information trompeuse, une partie de la doctrine y voyant l'amorce d'une présomption de causalité[29]. L'individualisation y est irréductible : le *quantum* dépend de

19 C. pr. civ., art. 31.

20 L. n° 2025-391 du 30 avril 2025, art. 16, I, C ; C. mon. fin., art. L. 452-1. Le régime de l'agrément est fixé par le décret n° 2025-1191 du 10 décembre 2025, art. 2, 5 et 6 : agrément accordé pour cinq ans par arrêté du ministre chargé de la consommation, au terme d'un examen de trois mois, la liste des associations et entités agréées étant publiée par ce ministère.

21 Décret n° 2025-1191 du 10 décembre 2025.

22 Proposition de loi n° 420 relative au régime juridique des actions de groupe, adoptée par l'Assemblée nationale le 8 mars 2023 (art. 1er bis, qualité pour agir des associations *ad hoc*) ; texte modifié par le Sénat le 6 février 2024 ; rapport de la commission mixte paritaire, 1er avril 2025.

23 C. civ., art. 2224 (prescription quinquennale de droit commun).

24 C. com., art. L. 225-254 : *« 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. Toutefois, lorsque le fait est qualifié crime, l'action se prescrit par dix ans. »*

25 Pour la société en commandite par actions, application des règles de la société anonyme par le renvoi de l'article L. 226-1 du code de commerce, la prescription de l'article L. 225-254 n'étant pas au nombre des textes exclus. Pour la société à responsabilité limitée, C. com., art. L. 223-23 (prescription triennale des actions en responsabilité contre les gérants).

26 L. n° 2025-391 du 30 avril 2025, art. 16, IX, A (suspension de la prescription des actions individuelles à compter de l'engagement de l'action de groupe).

27 *Ibid.*, art. 16, III (jugement sur la responsabilité, puis adhésion au groupe selon le système de l'*opt in* et procédures individuelle ou collective de liquidation des préjudices).

28 Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Bull. 2010, IV, n° 48 (aff. Gaudriot), analysant le préjudice de l'investisseur en une perte de chance.

29 Cass. com., 6 mai 2014, n° 13-17.632, Bull. 2014, IV, n° 81 (aff. Marionnaud) : la Cour approuve les juges du fond d'avoir caractérisé le lien de causalité et le préjudice, s'analysant en une perte de chance, sans avoir à rechercher si l'investisseur s'était concrètement déterminé d'après les informations trompeuses, le moyen contraire étant jugé inopérant ; le même arrêt casse par ailleurs, au visa de l'article L. 225-254 du code de commerce, sur le point de départ de la prescription de l'action récursoire de la société contre ses anciens dirigeants. Une partie de la doctrine y voit l'amorce d'une présomption de causalité : v. not. les obs. d'A. Gaudemet, Bull. Joly Sociétés 2014, et de B. Dondero, ainsi que, sur l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur, le rapport du Club des juristes (2014) et le rapport du Haut Comité juridique de la place financière de Paris, « L'indemnisation des investisseurs » (2025) ; *adde* l'étude « Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle », Bull. Joly Bourse.

ce que l'investisseur a fait de ses titres, selon qu'il les a cédés à perte ou les conserve encore, du prix et de la date de chacune de ses acquisitions, et de l'ampleur de son exposition au risque réalisé, c'est-à-dire du poids de la ligne d'investissement au sein de son portefeuille. Autant de variables qui se plient mal à la sérialité qu'appelle l'adhésion à un groupe. La méthode d'évaluation le confirme d'ailleurs. Pour chiffrer la perte de chance, il faut reconstituer, pour chaque investisseur, la probabilité qu'il eût renoncé à acquérir ou à conserver ses titres s'il avait été correctement informé, puis appliquer ce coefficient à une assiette qui varie selon les dates et les prix de ses opérations ; s'y ajoutent, le cas échéant, un préjudice de trésorerie fonction de la durée d'immobilisation des fonds et un préjudice moral propre à chacun. L'homogénéité que présuppose la procédure collective de liquidation fait ici défaut : deux investisseurs entrés au même moment, mais sortis à des dates différentes, ne subissent pas le même dommage, et la réparation forfaitaire, commode pour un groupe, se heurte à l'exigence de réparation intégrale. L'investisseur institutionnel, qui concentre l'essentiel de la valeur en jeu, ne trouve d'ailleurs nul intérêt à se fondre dans un groupe conduit par une association agréée et à en abandonner la maîtrise ; il préfère l'action individuelle ou conjointe, où il conserve le gouvernement de sa stratégie et de ses prétentions. L'action de groupe est taillée pour le porteur dispersé ; elle laisse hors d'elle celui qui porte, en réalité, le contentieux. Un dernier trait décourage le recours. La procédure entretient une confusion entre la recevabilité de l'action et son examen au fond : pour statuer sur le principe de la responsabilité et arrêter la composition du groupe, le juge doit, dès ce premier stade, apprécier la similitude des situations et la réalité du manquement, questions qui touchent déjà au fond ; en matière boursière, où le préjudice s'analyse en une perte de chance dont l'établissement demeure individuel, cette appréciation liminaire absorbe ce qui devrait relever de la liquidation ultérieure des préjudices. L'affaire Bayer en offre l'illustration, le tribunal judiciaire de Paris ayant, par un jugement du 11 mai 2022, mêlé les conditions de recevabilité à l'examen au fond[30]. Le demandeur ignore, dès lors, ce qu'il lui faut prouver et à quel moment.

Un pont jeté vers la concurrence, refusé à la Bourse. Une lacune, enfin, disqualifie encore davantage l'action de groupe en matière boursière. L'article 16 n'a rétabli le mécanisme de l'action de suite, le *follow-on*, qui subordonne l'action à une décision de condamnation devenue définitive, que pour les pratiques anticoncurrentielles, à l'exclusion des manquements boursiers[31]. Le contentieux boursier est pourtant, par nature, un contentieux de suite : il prospère dans le sillage des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, comme l'illustre l'affaire H2O, engagée après la décision de la commission des sanctions du 30 décembre 2022. Le législateur a doté la concurrence d'un pont entre la répression administrative et la réparation collective, tout en l'omettant en matière financière. Le paradoxe est patent : la matière boursière, où la sanction administrative devenue définitive offrirait un socle idéal à la réparation collective, est la seule des grandes matières de masse à en être privée, quand la concurrence, moins naturellement sérielle, en bénéficie. Ouverte en droit, l'action de groupe demeure, pour l'investisseur, un recours sans effet.

II - Le recours de fait de l'investisseur et le procès qu'on lui fait

Puisque l'action de groupe se dérobe, la pratique lui a forgé un substitut. Il faut en décrire l'économie et en établir la nécessité (A), avant d'éprouver sa licéité (B).

A. Anatomie d'un substitut nécessaire

Un collectif bâti sur le droit commun du mandat. Le procédé se laisse décrire à partir de l'exemple public qu'offre l'affaire H2O. Une association rassemble et informe les investisseurs, relaie l'existence de l'action et les met en relation avec un cabinet ; chaque investisseur conclut avec ce cabinet un mandat individuel ; un tiers-financeur prend en charge les frais du procès. Ce montage nous semble prolonger une tradition que le droit commun autorise. La jurisprudence admet de longue date qu'une association agisse en qualité de « *ligue de défense* » pour le compte de ses membres[32], et la chambre criminelle de la Cour de cassation a reconnu, dans l'affaire de l'Association française d'épargne et de retraite, la licéité du regroupement de mandats individuels au profit d'un mandataire commun, dès lors que le nom de chaque mandant figure dans les actes de la procédure[33]. Le mandat n'étant soumis à aucune forme particulière[34], il n'y a là qu'un usage des ressources du droit commun pour bâtir, à défaut d'instrument légal, le collectif que la loi refuse d'organiser. On distinguera d'ailleurs le mandat *ad agendum*, par lequel une partie confie à autrui l'exercice de son action, du mandat *ad litem*, par lequel l'avocat reçoit le pouvoir d'accomplir les actes de la procédure : dans l'action conjointe, chaque investisseur demeure demandeur en son nom, et l'association ne se substitue pas à lui, à la différence de l'action en représentation conjointe où elle agit pour le compte de ses mandants.

Le tiers-financeur, ressort de l'action. Le financement est une condition de possibilité de l'action. Le préjudice du porteur isolé est trop modeste, et la charge probatoire trop lourde, pour qu'une action solitaire soit rationnelle. Seule la mutualisation du coût et du risque par un financeur professionnel rend l'accès au juge effectif. Cette réalité économique cesse d'apparaître comme une anomalie dès lors que le lé-

30 TJ Paris, 11 mai 2022, n° 18/03264 (aff. *Bayer*), illustrant la confusion entre les conditions de recevabilité et l'examen au fond dans l'action de groupe.

31 L. n° 2025-391 du 30 avril 2025, art. 16, VIII : lorsque les manquements portent sur les règles du titre II du livre IV du code de commerce ou des articles 101 et 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, la responsabilité ne peut être prononcée que sur le fondement d'une décision définitive constatant les manquements. Le texte ne vise pas les manquements boursiers, lesquels relèvent de la répression des abus de marché, administrative devant la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (C. mon. fin., art. L. 621-15) et pénale (C. mon. fin., art. L. 465-1 et s., dans leur rédaction issue de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016) ; aucune de ces décisions n'ouvre pourtant, à la différence de la matière de la concurrence, une action de groupe de suite.

32 Cass. civ., 23 juillet 1918 ; Cass. 3e civ., 10 octobre 1978, n° 77-11.979 (jurisprudence dite des *« ligues de défense »*).

33 Cass. crim., 20 mai 2015, n° 14-81.147 (aff. *AFER*), admettant le regroupement de mandats individuels dès lors que le nom de chaque mandant figure dans les actes de la procédure.

34 C. civ., art. 1984.

gislateur du 30 avril 2025 a lui-même consacré et encadré le financement par les tiers, en exigeant qu'il n'exerce aucune influence indue sur la conduite du procès et qu'il fasse l'objet d'une publication, précisée par le décret du 10 décembre 2025[35]. Ce décret astreint le demandeur à porter à la connaissance du public, dès l'introduction de l'action, l'identité de ses principaux financeurs et les caractéristiques essentielles des conventions de financement, y compris la rémunération éventuelle du tiers, au-delà de seuils déterminés. La question se déplace ainsi du principe vers les garanties : transparence, indépendance, prévention des conflits d'intérêts, autant d'exigences qui relèvent de l'encadrement, non de l'interdiction. C'est la voie qu'esquisse, à l'échelle de l'Union, la résolution du Parlement européen du 13 septembre 2022, qui invite la Commission à légiférer et propose un régime d'agrément et de surveillance des financeurs, un devoir d'agir dans le seul intérêt du demandeur, la transparence du financement et la proportionnalité de la rémunération du tiers, dont elle relève qu'elle absorbe communément, dans l'Union, entre vingt et cinquante pour cent de l'indemnité[36]. Le texte européen dessine un régime complet, où les financeurs seraient soumis à l'agrément d'une autorité de surveillance, tenus d'agir dans le seul intérêt du demandeur, astreints à une exigence d'adéquation des fonds propres et de transparence envers le juge comme envers l'adversaire, et privés du pouvoir de se retirer unilatéralement du financement en cours d'instance ; les conventions conclues avec un financeur dépourvu d'agrément seraient, quant à elles, privées d'effet, afin de prévenir tout contournement. On mesure la distance qui sépare ce projet d'encadrement de la prohibition que réclament, en défense, les adversaires du procédé. À rebours de la suspicion, le mouvement du droit va vers la reconnaissance encadrée du financement du procès par les tiers.

B. Le procès du procédé

Ces montages ont suscité une contestation nourrie, portée devant les juridictions et relayée par certaines consultations doctrinales que l'on discutera sans nommer leur auteur. Trois questions en forment l'ossature : le démarchage, le mandat, le financement. Les examiner tour à tour, en pesant les arguments, permet de mesurer la solidité réelle des objections. Toutes, on le verra, cèdent à l'analyse, non sans laisser subsister une marge d'incertitude que l'honnêteté commande de reconnaître.

Le démarchage, grief d'un autre âge. La première objection tient au démarchage juridique illicite que réprime l'article 66-4 de la loi du 31 décembre 1971[37]. L'argument a connu ses heures, du temps où la Cour de cassation, dans l'affaire dite *classaction.fr*, y soumettait l'appel adressé au public à rejoindre une action collective[38]. La loi Hamon du 17 mars 2014 en a toutefois modifié l'économie en excluant les avocats du champ de la prohibition, de sorte qu'un justiciable peut désormais être mis en relation avec un avocat sans que l'infraction soit constituée[39]. La Cour de cassation juge en ce sens que la seule diffusion d'informations à caractère documentaire et la mise en relation avec un avocat, en dehors de toute consultation personnalisée, échappent à la qualification[40]. L'article 66-1 de la même loi réserve d'ailleurs expressément la diffusion, en matière juridique, de renseignements et d'informations à caractère documentaire : exposer le contexte d'une affaire, rappeler l'état du droit ou mettre à disposition un simulateur de préjudice ne relève pas de la consultation, laquelle suppose une prestation intellectuelle personnalisée concourant à la décision de son bénéficiaire. Le Tribunal des activités économiques de Paris en a tiré les conséquences en matière collective, écartant l'idée qu'une association à but non lucratif se livrerait au démarchage en communiquant sur son action, ou qu'un outil de calcul du préjudice mis en ligne vaudrait consultation juridique[41]. Reste l'argument de l'« *urgence* », ce compte à rebours avant la prescription où la défense veut voir une pression quand la demande y voit une nécessité d'informer l'investisseur lésé de la perte prochaine de ses droits. La qualification de démarchage, jadis aisée, se soutient malaisément aujourd'hui.

La liberté d'agir, réponse au grief de contournement. La deuxième série d'objections vise le mandat. On a soutenu que la collecte des mandats emporterait leur nullité, laquelle rejaillirait, par une sorte d'anéantissement en cascade, sur le pouvoir de représentation de l'avocat au sens de l'article 117 du code de procédure civile ; on y a joint le grief d'un contournement de l'article L. 452-2 du code monétaire et financier et celui d'une atteinte au libre choix de l'avocat garanti par l'article 19 du même code[42]. La construction n'est pas sans habileté, et le précédent du cartel des mobiles, où la Cour d'appel de Paris puis la Cour de cassation ont annulé pour vice de fond l'assignation de milliers de demandeurs démarchés par une association, lui prête un appui réel[43]. Elle se heurte pourtant à plusieurs objections dirimantes. L'action en représentation conjointe n'est qu'une faculté, non une voie exclusive : en vertu de l'article 31 du code de procédure civile, l'investisseur

35 L. n° 2025-391 du 30 avril 2025, art. 16, I, D et E ; D. n° 2025-1191 du 10 décembre 2025, art. 7, imposant la publication, au plus tard le jour de l'introduction de l'action, de la liste des tiers financeurs (ceux qui représentent les dix financements les plus importants de l'année précédente, ou plus de 5 % des ressources annuelles, ou plus de 20 000 € sur douze mois), avec leur identité, le montant reçu et les caractéristiques essentielles des contrats de financement (durée, nature de don ou de prêt, rémunération éventuelle du tiers), informations mises à jour annuellement jusqu'à la fin de la procédure. Le produit de la sanction civile de l'article 1254 du code civil alimente un fonds d'aide aux actions de groupe inspiré du modèle québécois.

36 Résolution du Parlement européen du 13 septembre 2022 contenant des recommandations à la Commission sur le financement privé responsable du règlement de contentieux, P9_TA(2022)0308 (2020/2130(INL)), spéc. considérant G (part des financeurs comprise entre 20 et 50 % de l'indemnité) et recommandations relatives à l'agrément et à la surveillance des financeurs, au devoir d'agir dans le meilleur intérêt du demandeur, à la transparence et à la proportionnalité de la rémunération.

37 L. n° 71-1130 du 31 décembre 1971, art. 66-4 ; D. n° 72-785 du 25 août 1972, art. 1er. Comp. l'art. 66-1 de la même loi, qui réserve la diffusion d'informations à caractère documentaire.

38 Cass. 1re civ., 30 septembre 2008, n° 06-21.400 (aff. *classaction.fr*), confirmant CA Paris, 17 octobre 2006.

39 L. n° 2014-344 du 17 mars 2014, ayant exclu les avocats du champ de la prohibition du démarchage juridique.

40 Cass. 1re civ., 8 février 2023, n° 21-22.828, jugeant que la mise en relation avec un avocat partenaire, assortie d'informations à caractère documentaire et en dehors de toute consultation personnalisée, ne constitue pas un démarchage illicite.

41 TAE Paris, 15 octobre 2025, préc. (rejet de l'exception tirée du démarchage et de la présence d'un tiers-financeur ; l'outil de calcul du préjudice n'est ni un acte ni une consultation juridiques).

42 C. pr. civ., art. 117 (irrégularités de fond) et 19 (libre choix du défenseur) ; C. mon. fin., art. L. 452-2.

43 CA Paris, 22 janvier 2010, n° 08/09844, confirmé par Cass. 1re civ., 26 mai 2011, n° 10-15.676.

qui justifie d'un intérêt conserve le droit d'agir lui-même, l'attribution d'une action collective à des personnes qualifiées ne le privant ni de son action individuelle de droit commun, ni de la faculté de la joindre à celle d'autrui. À le supposer même constitué, un contournement n'emporterait qu'un défaut de qualité, non une nullité de fond pour défaut de pouvoir, et l'on ne saurait, sans confondre les concepts, faire produire à l'un la sanction de l'autre. Aussi bien la nullité de fond de l'article 117 sanctionne-t-elle le défaut de pouvoir de représentation de l'avocat, non l'illicéité alléguée du mandat qui le lui a conféré : tant que ce mandat n'a pas été annulé, le pouvoir subsiste, et l'exception manque en droit. L'anéantissement en cascade que l'on décrit suppose une nullité qui n'a pas été prononcée ; il postule ce qu'il faudrait établir. Le grief tiré du libre choix se dissout, quant à lui, devant les mandats individuels effectivement signés et la présomption que les articles 416 et 56 du code de procédure civile attachent à la constitution de l'avocat[44]. L'éventuelle irrégularité d'un mandat, qui ne pourrait relever que du vice du consentement, ne serait d'ailleurs la source que d'une nullité relative, dont le défendeur n'a pas qualité à se prévaloir[45]. La distinction du cas présent et de celui du cartel des mobiles, où nul mandat individuel n'avait été conclu, mérite d'être conduite avec soin, car elle porte l'essentiel de la démonstration.

Le financeur, du soupçon à la consécration. La dernière objection fait du financeur le « *véritable mandant* » et voit dans son intervention une cause de nullité. L'argument a sa part de vérité, en ce qu'il désigne un risque réel, celui de l'influence du bailleur de fonds sur la conduite du procès ; il en tire toutefois une conséquence excessive. Mais il faut y répondre avec mesure : la présence d'un tiers-financeur n'est pas prohibée dès lors que sont respectés l'indépendance, la loyauté et la transparence. Cantonné à un rôle administratif, financier et logistique, le financeur n'est pas partie à l'instance, et les demandeurs en gardent la maîtrise[46]. Surtout, la loi du 30 avril 2025 ayant elle-même consacré le financement par les tiers, il devient malaisé de fonder en droit la prohibition d'une pratique que le législateur vient d'admettre. La suspicion, dès lors, se mue en une exigence de garanties ; c'est sur ce terrain, celui du contrôle et non de l'interdiction, que la réflexion doit désormais se porter.

La loi du 30 avril 2025 a manqué son rendez-vous avec le contentieux boursier. Elle a ouvert l'action de groupe « *en toutes matières* » sans se donner les moyens de la rendre praticable pour l'investisseur, qu'elle laisse à un procédé de substitution que la pratique a rendu nécessaire et que le droit valide pour l'essentiel, quoique la contestation n'ait pas désarmé. Les voies d'un dispositif adapté sont pourtant connues. Il faudrait abandonner la condition d'ancienneté et ouvrir la qualité pour agir aux associations *ad hoc* d'investisseurs, seule manière de faire coïncider l'action collective avec le temps du dommage et de la prescription ; instituer une action de suite propre à la matière boursière, adossée aux décisions définitives de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, sur le modèle retenu pour la concurrence ; reconnaître pleinement l'investisseur, fût-il une personne morale, comme membre et comme moteur du groupe ; encadrer, enfin, le financement par les tiers de manière cohérente, sur le modèle qu'esquisse la résolution du Parlement européen, par un agrément et une surveillance des financeurs, un devoir d'agir dans le seul intérêt du demandeur, la transparence et la proportionnalité des honoraires, l'indemnité revenant d'abord à la victime. Ces quatre chantiers, la qualité pour agir, le temps, l'action de suite et le financement, dessinent un ajustement à opérer pour rendre à l'investisseur le recours effectif que trente années de défiance lui ont refusé. Le recours collectif de l'investisseur ne naîtra pas d'un texte qui se défie de ceux qu'il prétend protéger. ■

44 C. pr. civ., art. 416 et 56 (présomption de mandat au bénéfice de l'avocat régulièrement constitué).

45 C. civ., art. 1131 (le vice du consentement est une cause de nullité relative).

46 TAE Paris, 15 octobre 2025, préc. : la participation d'un tiers-financeur n'est pas prohibée dès lors que sont respectés l'indépendance, la loyauté et la transparence, le financeur, cantonné à un rôle administratif, financier et logistique, n'étant pas partie à l'instance.

Rubrique
CONTENTIEUX des DÉLITS ET MANQUEMENTS BOURSIERS

Observations sous T. corr. Paris, 9 avr. 2026, n° 241500000012

Les errements du délit d'entrave aux enquêtes de l'AMF

Auteur(s)



Raphaël Galvao
Maître de conférences à l'Université Paris Panthéon-Assas, membre de l'ICP

Rareté. Les poursuites pénales sur le fondement de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier, qui incrimine le fait, pour toute personne, de « *mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête* » de l'AMF ou de lui « *communiquer des renseignements inexacts* », sont rares. Le 9 avril 2026, le tribunal correctionnel de Paris a pourtant condamné un homme d'affaires pour ce délit d'entrave[1]. Les faits sont les suivants : alors qu'il était suspecté de prendre part à un réseau d'initiés, le prévenu a fait l'objet d'une visite domiciliaire par des enquêteurs de l'AMF, accompagnés d'un OPJ. Invoquant une crainte pour sa sécurité et un doute sur la qualité réelle de ces agents, le prévenu a refusé de leur ouvrir pendant près de deux heures. Entre-temps, il a composé une fois le numéro de police secours et plus d'une quinzaine de fois celui de son avocat. Il en a profité, de surcroît, pour déplacer sa carte SIM de son téléphone habituel vers un téléphone neuf et vierge, seul ce dernier ayant été par la suite découvert et saisi. Pour avoir ainsi refusé l'accès à son domicile, il est poursuivi et condamné par le tribunal correctionnel à une amende de 20 000 euros.

Remous. L'affaire donne à voir l'application d'un des nombreux délits d'entrave aux missions de contrôle[2]. Ainsi de l'entrave aux missions de contrôle de l'ACPR[3], de la CNIL[4], de la CNCTR[5], du CGLPL[6], de la HATVP[7], de l'AFA[8], de la CRE[9], de l'Agence française de lutte contre le dopage[10], de la Cour des comptes[11], des agents de l'Autorité de la concurrence[12] ou encore de la DGCCRF[13], des inspecteurs du travail[14], des agents administratifs en matière d'environnement[15], d'urbanisme[16], de construction[17], en matière fiscale[18], des agents de l'administration des douanes[19] ainsi que des commissaires aux comptes[20], sans prétention à l'exhaustivité. Récemment, l'un de ces délits d'entrave a été abrogé, peu de temps après sa création, à savoir l'entrave en matière d'audit de durabilité[21]. Issu de l'ordonnance de transposition de la directive CSRD[22], le texte a été abrogé par la loi DDADUE[23] après moins de

1 T. corr. Paris, 9 avr. 2026, n° 241500000012.

2 V. aussi B. Bouloc, « *Les infractions d'opposition aux fonctions au regard des droits fondamentaux* », *RLC* n° 35, 1er avr. 2013.

3 CMF, art. L. 571-4 ; art. L. 572-2 ; art. L. 572-8 ; art. L. 572-18 ; art. L. 573-1-1 ; C. assur., art. L. 310-28 ; C. mutualité, art. L. 510-12 ; CSS, art. L. 951-11.

4 C. pén., art. 226-22-2.

5 CSI, art. L. 833-3.

6 L. n° 2007-1545 du 30 oct. 2007 instituant un Contrôleur général des lieux de privation de liberté, art. 13-1.

7 L. n° 2013-907 du 11 oct. 2013 relative à la transparence de la vie publique, art. 26, II.

8 L. n° 2016-1691 du 9 déc. 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, art. 4.

9 C. énergie, art. L. 135-14.

10 C. sport, art. L. 232-25.

11 CJF, art. L. 141-5.

12 C. com., art. L. 450-8.

13 C. conso., art. L. 531-1.

14 C. trav., art. L. 8114-1.

15 C. envir., art. L. 173-4.

16 C. urbanisme, art. L. 480-12.

17 CCH, art. L. 183-11.

18 CGI, art. 1746.

19 C. douanes, art. L. 513-16 à L. 513-18 ; art. R. 515-2.

20 C. com., art. L. 821-6, 3°. Il existe aussi des dispositions spéciales propres à certaines entités, par ex., parmi de nombreux cas, pour les sociétés de gestion, v. CMF, art. L. 231-4, III.

21 C. com., art. L. 821-6, 2°, anc.

22 Ord. n° 2023-1142 du 6 déc. 2023, art. 15.

23 L. n° 2025-391 du 30 avr. 2025, art. 8.

deux ans d'existence. La matière est donc mouvante, ce que confirme par ailleurs la jurisprudence du Conseil constitutionnel. Certaines « *entraves* » sont en effet sanctionnées également en tant que manquements administratifs[24]. C'est le cas de l'entrave à la mission des agents de l'Autorité de la concurrence, qui peut donner lieu à une injonction sous astreinte voire à une sanction pécuniaire prononcée par l'Autorité elle-même[25]. Dès lors, dans le cadre de l'affaire *Akka*, le Conseil constitutionnel a dû se prononcer sur le point de savoir si le cumul d'une sanction pénale et d'une sanction administrative pour un même fait n'était pas incompatible avec l'article 8 de la Déclaration de 1789, à savoir le principe de nécessité et de proportionnalité de la répression qui constitue le versant constitutionnel du principe *non bis in idem*. Il a tranché pour l'inconstitutionnalité[26], de sorte que le législateur est intervenu pour préciser que la mise en œuvre de la répression administrative interdisait toutes poursuites pénales pour les mêmes faits[27]. Or, pour en revenir à la matière financière proprement dite, l'entrave aux missions des enquêteurs de l'AMF constitue à la fois un manquement administratif susceptible d'être sanctionné directement par le régulateur[28] et un délit[29]. Une QPC a ainsi été formulée dans la foulée de la précédente, à l'occasion de l'affaire *Novaxia*, pour contester l'éventuel cumul répressif. Sans surprise, le Conseil constitutionnel a invalidé les dispositions du Code monétaire et financier qui lui étaient soumises[30]. Reste que le législateur tarde à intervenir : les deux fondements coexistent toujours en l'état mais ne peuvent, en principe, être mis en œuvre l'un et l'autre. Fin 2025, la proposition de loi Labaronne suggérait de soumettre la répression de l'entrave au même aiguillage que les abus de marché[31] avant d'être abandonnée. La disposition instaurant l'aiguillage n'a pas été reprise ensuite par la loi relative à la lutte contre les fraudes sociales et fiscales[32]. Aussi bien l'entrave « *financière* » survit-elle aujourd'hui dans sa forme pénale comme dans sa forme administrative.

Conformité(s). D'une façon générale, il apparaît que ces infractions d'entrave reposent sur des fondements fragiles. Leur raison d'être tient à la nécessité d'assurer l'efficacité des investigations conduites par des autorités qui ne peuvent pas aisément avoir recours à la force publique, contrairement aux autorités pénales *stricto sensu*. Au demeurant, ces dernières peuvent elles aussi s'appuyer sur des textes qui répriment les obstacles au bon fonctionnement de la justice, à l'instar du célèbre délit de fuite[33], du témoignage mensonger[34] ou encore du refus de communiquer le code de déverrouillage de son téléphone[35]. On serait ainsi fondés à voir dans l'éventail d'incriminations des entraves aux missions de contrôle des succédanés des « *atteintes à l'action de justice* » du Code pénal[36]. Chaque fois, le législateur substitue la menace à la force brute pour contraindre le justiciable à la coopération. Il est clair, dès lors, que ces incriminations sont en porte-à-faux avec un certain nombre de droits fondamentaux. Ainsi du droit au respect de la vie privée et de ses corollaires, comme le secret des correspondances et l'inviolabilité du domicile[37] ou encore du droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination[38]. Les autorités de contrôle doivent nécessairement composer avec le respect des droits de la personne et des droits de la défense, même s'ils sont friables dans le contexte des enquêtes administratives[39]. La quête d'un équilibre entre efficacité de l'enquête et garantie des droits constitue bel et bien un enjeu primordial pour les délits d'entrave et leurs satellites. Ainsi, très récemment, la Cour européenne des droits de l'homme a approuvé l'application de l'article 434-15-2 du Code pénal, qui incrimine le refus de communiquer une convention secrète de déchiffrement d'un moyen de cryptologie, ce qui inclut le code de déverrouillage de son téléphone portable[40]. Elle a estimé que l'infraction ne portait pas atteinte au droit de ne pas contribuer à sa propre incrimination, dès lors que les données présentes sur le téléphone existent « *indépendamment de la volonté de la personne suspectée* »[41]. Le Conseil constitutionnel avait déjà statué en ce sens[42]. La jurisprudence invite ainsi à opérer une distinction subtile : contraindre le suspect à avouer relève d'une violation de ces droits fondamentaux, mais il est permis aux autorités d'accéder sans obstacle aux indices essentiels pour le déroulement de l'enquête[43]. Dès lors, les textes imposant la coopération des suspects sous la menace d'une sanction peuvent franchir sans encombre l'écueil constitutionnel[44]. La Cour de cassation, se conformant à l'analyse, a jugé à son tour que le droit « *reconnu aux enquêteurs et contrôleurs de se faire communiquer*

24 Voire uniquement en tant que manquement administratif, à l'instar de l'entrave aux fonctions des agents de l'URSSAF qui peut donner lieu à des pénalités, CSS, art. L. 243-12-1.

25 C. com., art. L. 464-2, V.

26 Cons. constit. 26 mars 2021, n° 2021-892 QPC : *AJDA* 2021, 1509, obs. M. Merino ; *Rev. sociétés* 2021, 459, note B. Bouloc ; *RTD com.* 2021, 312, obs. E. Claudel ; *BJB* 2021, 51, n° 20D2, obs. A. Guilberteau et E. Dezeuze.

27 C. com., art. L. 464-2, V, dans sa rédaction issue de l'ord. n° 2021-649 du 26 mai 2021, art. 2.

28 CMF, art. L. 621-15, II – h.

29 CMF, art. L. 642-2.

30 Cons. constit. 28 janv. 2022, n° 2021-965 QPC : *BJB* mars 2022, n° BJB200o8, note R. Salomon ; *D*. 2022, 884, obs. N. Ida ; *Rev. sociétés* 2022, 442, obs. H. Matsopoulou ; *RDBF* 2022, comm. 68, obs. P. Pailler ; *RTDF* 2022, n° 2, p. 147, obs. E. Dezeuze et N. Rontchevsky.

31 AN, Proposition de loi visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière, n° 1818, déposée le 16 sept. 2025, art. 5.

32 L. n° 2026-534 du 25 juin 2026 relative à la lutte contre les fraudes sociales et fiscales.

33 C. pén., art. 434-10.

34 C. pén., art. 434-13.

35 C. pén., art. 434-15-2.

36 C. pén., art. 434-1 à 434-48.

37 Conv. EDH, art. 8.

38 V., aux origines, CEDH, 25 févr. 1993, *Funke c. France*, req. n° 10588/83, § 44 ; CEDH, 8 févr. 1996, *John Murray c. R.-U.*, req. n° 18731/91, § 45.

39 Devant l'AMF, le droit de se taire n'a pas vocation à s'appliquer à la phase d'enquête précédant la notification des griefs, tout particulièrement aux visites domiciliaires, v. Cons. constit. 21 mars 2025, n° 2025-1128 QPC : *D*. 2025, 1102, obs. N. Ida ; *Gaz. Pal*. 2025, n° 33, p. 63, chron. L. Saenko.

40 Ass. plén., 7 nov. 2022, n° 21-83.146 : *AJ pén*. 2022, 577, obs. M. Audibert ; *JCP G* 2022, 47, 1320, obs. C. Ribeyre ; *Dr. pénal* 2022, comm. 195, obs. P. Conte ; *CCE* 2022, comm. 89, obs. E. A. Caprioli ; *Procédures* 2023, comm. 25, obs. J. Buisson ; *Gaz. Pal.* 2023, 1, 29, comm. L. Saenko ; *Lexbase Pén*. 2022, 54, comm. E. Dreyer.

41 CEDH, 19 mai 2026, *Minteh c. France*, req. n° 23624/20.

42 Cons. constit. 30 mars 2018, n° 2018-696 QPC : *AJ pén*. 2018, 257, obs. M. Lacaze.

43 Cons. constit. 8 juill. 2016, n° 2016-552 QPC, affaire *Brenntag*, § 12.

44 V. par ex. Cons. constit., 9 avr. 2015, n° 2015-464 QPC ; Cons. constit. 8 juill. 2016, n° 2016-552 QPC ; Cons. constit., 26 mars 2021, n° 2021-892 QPC ; Cons. constit., 28 janv. 2022, n° 2021-965 QPC ; Cons. constit., 13 avr. 2023, n° 2023-1044 QPC. *Adde* Com., 9 juill. 2025, n° 24-22.654 à propos de l'entrave aux missions des agents de l'Autorité de la concurrence : refus de transmission d'une QPC au regard des solutions déjà établies par le Conseil constitutionnel.

tous documents, quel qu'en soit le support, prévu par les dispositions de l'article L. 621-10 du code monétaire et financier, tend à l'obtention non de l'aveu de la personne contrôlée, mais de documents nécessaires à la conduite de l'enquête de l'AMF »[45]. On sait en outre que, pour la CJUE, « *le droit au silence ne saurait justifier tout défaut de coopération avec les autorités compétentes* »[46]. Néanmoins, l'équilibre entre répression efficace et garantie des libertés individuelles demeure instable[47]. Il nécessite de s'appesantir sur les caractéristiques des délits d'entrave et tout particulièrement, au cas présent, l'entrave aux missions de contrôle de l'AMF.

Équilibre. Soumis à de multiples pressions constitutionnelles et européennes, le délit de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier semble évoluer sur un fil. À l'instar d'un funambule, le texte est en quête de stabilité. À cet égard, les enseignements tirés du jugement du tribunal correctionnel de Paris rendu le 9 avril 2026 constituent autant d'appuis. Il convient dès lors de faire le point sur la constitution du délit d'entrave (I) puis sur sa répression (II).

I - Le point sur la constitution : « *punir quoi* » ?

Le contexte. L'entrave aux missions de contrôle des enquêteurs de l'AMF peut être commise par « *toute personne* », comme le prévoit le texte de l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier. Il ne s'agit donc pas d'un délit attitré, à la différence d'autres infractions d'entrave aux enquêtes qui ne visent que les dirigeants de certaines entités[48]. C'est pourquoi, devant le tribunal correctionnel de Paris, la qualité du prévenu n'avait pas d'importance particulière. Néanmoins, l'entrave doit avoir été commise dans le cadre des contrôles et des enquêtes réalisés par les agents de l'AMF sur le fondement de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier, dont font assurément partie, comme en l'espèce, les visites domiciliaires.

La matérialité. Les difficultés posées par les infractions d'entrave sont plutôt relatives à l'élément matériel : quels comportements sont susceptibles de caractériser le délit ? De ce point de vue, on trouve presque autant de configurations que de textes : certains incriminent expressément plusieurs modalités d'entrave[49] ; d'autres sont beaucoup moins diserts et visent le fait de « *faire obstacle* » aux contrôles[50], voire le fait « *de s'opposer à l'exercice des fonctions* »[51] ou encore « *de mettre les agents habilités dans l'impossibilité d'accomplir leurs fonctions* »[52]. Il est aussi des codes qui distinguent, en les hiérarchisant, « *l'obstacle* » au contrôle proprement dit et le refus de communiquer les documents intéressant l'enquête[53]. D'une façon générale, l'entrave semble pouvoir être commise aussi bien par des actes positifs d'obstruction que par l'adoption d'un comportement passif, prenant la forme d'un refus ou d'une réticence[54]. Certains textes s'en font l'écho, qui visent le fait de faire obstacle ou opposition à la mission de contrôle « *de quelque façon* » ou « *de quelque manière que ce soit* »[55]. Quant à l'entrave aux missions de l'AMF, l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier ne vise que le fait de « *mettre obstacle* » ou de « *communiquer des renseignements inexacts* ». À première vue, ces termes renvoient respectivement à un comportement positif d'obstruction et à un mensonge délibéré. Pourtant, la jurisprudence tend à donner un grand potentiel répressif au texte. Ainsi, le tribunal correctionnel de Paris affirme dans son jugement que « *le délit d'obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête ne suppose pas nécessairement une résistance physique, des violences ou un refus verbal explicite. Il peut résulter de tout comportement ayant concrètement pour effet d'empêcher, de retarder ou de compromettre l'accomplissement de la mission légalement entreprise par les enquêteurs.* »[56] De l'incrimination du fait de « *mettre obstacle* », le juge déduit la possibilité de sanctionner « *tout comportement* ». Sous la plume du tribunal, « *l'entrave* » ne désigne pas tant *l'action* que son *résultat*, à savoir l'obstacle à la mission de l'AMF, indépendamment de ses modalités. Cette interprétation est en tension avec le principe de légalité criminelle, qui impose la clarté et la précision de la règle pénale. Dès lors, le refus de communiquer à l'AMF un document intéressant l'enquête constitue-t-il le délit d'entrave ? Le texte réprimant le manquement administratif est précis sur ce point, puisqu'il prévoit qu'est sanctionné celui qui « *refuse de donner accès à un document, quel qu'en soit le support, et d'en fournir une copie, refuse de communiquer des informations ou de répondre à une convocation, ou refuse de donner accès à des locaux professionnels* »[57]. Une interprétation *a contrario* commanderait ainsi d'exclure le refus de communiquer un document du champ d'application du délit,

45 Com., 9 janv. 2019, n° 17-23.223 ; *adde* Com., 9 juill. 2025, n° 24-22.654 en matière de concurrence ; Crim., 25 avr. 2017, n° 16-81.793 en matière d'inspection du travail.

46 CJUE, 2 févr. 2021, aff. C-481/19, *Consob* : *JCP G* 2021, 389, obs. H. Matsopoulou ; *JCP E* 2021, 1226, obs. N. Ida ; *RDBF* 2021, comm. 42, obs. P. Pailler ; *RTDF* 2021, n° 1-2, p. 196, obs. E. Dezeuze et N. Rontchevsky ; *RSC* 2021, 297, obs. F. Stasiak ; *AJ pén.* 2021, 213, obs. M. Lassalle.

47 V. déjà les inquiétudes exprimées par le Club des juristes dans son rapport de mai 2012 intitulé *Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives*, propositions n° 25 et n° 26.

48 V. not. les entraves aux missions de l'ACPR, par ex. CMF, art. L. 571-4 ; ou aux missions des CAC, par ex. C. com., art. L. 821-6.

49 Par ex. C. com., art. L. 821-6, 3° pour les CAC ; C. pén., art. 226-22-2 pour la CNIL ; L. n° 2007-1545 du 30 oct. 2007, art. 13-1 pour le CGLPL.

50 CJF, art. L. 141-5 ; C. conso., art. L. 531-1 ; C. trav., art. L. 8114-1 ; C. envir., art. L. 173-4 ; C. urbanisme, art. L. 480-12 ; CCH, art. L. 183-11.

51 C. sport, art. L. 232-25 ; C. énergie, art. L. 135-14 ; C. com., art. L. 450-8 ; *mutatis mutandis* L. n° 2016-1691 du 9 déc. 2016, art. 4.

52 CGI, art. 1746.

53 C. douanes, respectivement art. L. 513-16 et R. 515-2.

54 Crim., 16 janv. 2018, n° 17-80.291, selon lequel « *la carence répétée à satisfaire aux demandes des agents de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes, de même que la fourniture incomplète de pièces ne répondant qu'imparfaitement à leurs demandes, sont constitutives d'un obstacle à l'exercice des fonctions de ces agents* » ; Crim., 17 janv. 2017, n° 16-82.400, selon lequel l'opposition persistante à toutes les demandes de contact et d'explications de la part de l'administration caractérise le délit d'entrave à la mission de contrôle des agents en matière d'urbanisme.

55 C. énergie, art. L. 135-14 ; CMF, art. L. 571-4 ; CJF, art. L. 141-5 ; C. com., art. L. 450-8.

56 T. corr. Paris, 9 avr. 2026, préc., p. 9.

57 CMF, art. L. 621-15, II – h. L'AMF retient ainsi le manquement d'entrave en cas de refus persistant de communiquer sa comptabilité aux enquêteurs, v. AMF, 19 nov. 2019, n° SAN-2019-15, *Novaxia* : *RSC* 2020, 367, obs. J.-M. Brigant ; *RDBF* 2020, comm. 17, obs. P. Pailler ; (Paris, 16 févr. 2021, n° 20/01342 : *Rev. sociétés* 2021, 640, obs. N. Ida) ; en cas de retard de près de deux ans à communiquer des documents malgré des demandes réitérées, AMF, 17 avr. 2020, n° SAN-2020-04, *Elliott* : *D.* 2020, 1344, note D. Schmidt ; *Dr. sociétés* 2020, n° 83, note J. Granotier ; *BJB* mai 2020, n° 119a9, p. 52, note M. Samuelian ; *RTD com.* 2020, 406, obs. T. de Ravel d'Esclapon ; *Rev. sociétés* 2020, 445, obs. P.-H. Conac (Paris, 24 mars 2022, RG 20/08390 ; Com., 4 avr. 2024, n° 22-19.127) ; ou encore en cas de destruction définitive de 38 000 courriels dont la communication est demandée par les enquêteurs, v. AMF, 7 mai 2018, n° SAN-2018-06, *MND*.

a fortiori le simple fait de garder le silence[58]. En revanche, l'interprétation *finaliste* prônée par le tribunal correctionnel permet d'y inclure des comportements d'abstention, dès lors qu'ils ont pour effet de retarder ou de compromettre la mission des enquêteurs. En somme, tout défaut de coopération pourrait caractériser le délit[59]. Ces difficultés d'interprétation concernent l'ensemble des incriminations d'entrave puisque leur rédaction est hétérogène. Le Conseil constitutionnel tend pourtant à les valider au regard du principe de légalité criminelle[60]. Il ne s'est pas encore prononcé sur l'article L. 642-2 du Code monétaire et financier, mais uniquement sur le manquement administratif dont la rédaction, comme susmentionné, est plus précise. Il est toutefois permis de croire qu'il ne censurerait pas davantage le délit s'il en était saisi, puisqu'il considère, par une formule relativement générale, que « *l'obstruction aux mesures d'investigation ou d'instruction s'entend de toute entrave au déroulement de ces mesures* »[61]. Il est vrai que, dans l'affaire jugée le 9 avril 2026, l'obstacle paraissait suffisamment caractérisé par le refus opposé par le prévenu d'ouvrir la porte pendant près de deux heures, de nature à « *retarder significativement le début des opérations* »[62], ce « *refus persistant* » caractérisant une « *résistance active* »[63]. Le tribunal correctionnel ne manque pas, en outre, de relever que le prévenu en a profité pour transférer sa carte SIM vers un téléphone vierge[64].

L'intention. En toute hypothèse, la répression pénale de l'entrave se distingue très nettement de la répression administrative en ce qu'elle exige la caractérisation d'un élément intentionnel[65]. Aussi le juge pénal doit-il établir, classiquement, que le prévenu avait conscience de faire l'objet d'une mesure de contrôle de la part de l'AMF et qu'il lui a volontairement fait obstacle[66]. C'est pourquoi le prévenu, dans l'affaire jugée le 9 avril 2026, a invoqué le doute pour tenter d'échapper à la condamnation. Il prétendait n'avoir pas eu précisément connaissance de la qualité des enquêteurs qui se sont présentés devant son domicile. Le juge pénal, impuissant à sonder les reins et les cœurs, s'attache à déduire l'intention de la matérialité des faits. Au cas présent, les enquêteurs empêchés d'entrer dans les locaux avaient tout mis en œuvre pour décliner leur qualité tandis que le prévenu, de l'autre côté de la porte, a tenté de contacter son avocat à plusieurs reprises. Il n'a composé qu'une seule fois le numéro de police secours, plus d'une heure et demie après l'arrivée des enquêteurs. Ces éléments permettent au tribunal d'établir « *que l'intéressé n'était pas engagé dans une démarche de vérification sincère de l'identité des personnes présentes, mais entendait retarder l'exécution de la mesure jusqu'à avoir obtenu les renseignements ou assurances qu'il estimait utiles* »[67].

II - Le point sur la sanction : « *comment punir* » ?

Les doubles poursuites. Dès lors qu'un comportement volontaire d'entrave est caractérisé, la mise en œuvre de la répression est envisageable. Elle doit être mise en œuvre soit par l'AMF directement, soit par l'autorité judiciaire – *exit* les doubles poursuites, condamnées par le Conseil constitutionnel[68]. Dans l'affaire jugée par le tribunal correctionnel de Paris le 9 avril 2026, l'AMF a fait le choix de déposer une plainte et, partant, de confier la répression à l'autorité judiciaire. Elle en a profité pour se constituer partie civile, comme elle tend à le faire désormais devant le juge pénal[69]. Le fondement spécifique de l'action civile de l'AMF est cependant limité aux poursuites engagées pour les délits d'abus de marché, l'entrave n'étant pas visée[70]. Dès lors, c'est sur le fondement du droit commun des victimes d'infractions, l'article 2 du Code de procédure pénale, que le régulateur agit en l'espèce, arguant d'un préjudice pécuniaire lié aux frais d'investigation et d'un préjudice moral découlant de l'atteinte au bon exercice de ses missions. L'AMF est ainsi déclarée recevable hors de toute habilitation légale particulière[71]. Conformément au dernier état de la jurisprudence, son préjudice moral est indemnisé d'un euro symbolique mais le préjudice pécuniaire n'est pas retenu par les juges, dès lors que les dépenses alléguées découlent de la mission même de l'AMF et ne revêtent aucun caractère dérogatoire ou exceptionnel[72].

Les peines. Aux termes de la décision du 9 avril 2026, le prévenu est condamné à 20 000 euros d'amende[73]. Au-delà de la peine prononcée, nécessairement contingente, il encourait deux ans d'emprisonnement et 300 000 euros d'amende. Le manquement administratif d'entrave aux missions de l'AMF, quant à lui, peut faire l'objet d'une sanction pécuniaire bien plus élevée, jusqu'à 100 millions d'euros[74]. Plus généralement, à l'instar de l'élément matériel, la sanction diffère grandement

58 Conformément à la jurisprudence de la CJUE, 2 févr. 2021, aff. C-481/19, *Consob*, préc.

59 V. Règlement « MAR » n° 596/2014 du 16 avr. 2014, art. 30, § 1, b) : « *les États membres, conformément au droit national, font en sorte que les autorités compétentes aient le pouvoir de prendre les sanctions administratives et autres mesures administratives appropriées en ce qui concerne au moins les violations suivantes : défaut de coopérer ou de se soumettre à une enquête ou une inspection ou à une demande visées à l'article 23, paragraphe 2.* »

60 Cons. constit., 26 mars 2021, n° 2021-892 QPC, préc., § 18 ; Cons. constit., 28 janv. 2022, n° 2021-965 QPC, préc., § 13.

61 Cons. constit., 26 mars 2021, n° 2021-892 QPC, préc., § 15.

62 T. corr. Paris, 9 avr. 2026, préc., p. 9.

63 *Ibid*.

64 *Ibid*., p. 10.

65 Les délits sont par principe intentionnels, C. pén., art. 121-3, al. 1. À l'inverse, sur le caractère « *objectif* » du manquement d'entrave, v. Com., 4 avr. 2024, n° 22-19.127, dans l'affaire *Elliott*. Le Conseil constitutionnel avait lui aussi affirmé que le manquement d'entrave aux missions de l'Autorité de la concurrence pouvait soit être intentionnel, soit résulter d'une négligence, Cons. constit., 26 mars 2021, n° 2021-892 QPC, préc., § 15, ce qui ne l'a pas empêché, paradoxalement, de conclure que les sanctions pénale et administrative étaient de même nature, v. E. Claudel, *RTD com*. 2021, 312, obs. préc.

66 Crim., 28 févr. 2024, n° 23-81.826 : « *le refus volontaire du prévenu de communiquer au commissaire aux comptes sur place des pièces utiles à l'exercice de sa mission* » suffit à caractériser l'intention.

67 T. corr. Paris, 9 avr. 2026, préc., p. 10.

68 Cons. constit., 28 janv. 2022, n° 2021-965 QPC, préc.

69 Sur le renouveau de l'action civile de l'AMF, v. R. Galvao, « *L'action civile de l'AMF* », *BJB* janv. 2025, n° BJB202b4.

70 CMF, art. L. 621-16-1 : « *Lorsque des poursuites sont engagées en application des articles L. 465-1 à L. 465-3-3 l'Autorité des marchés financiers peut exercer les droits de la partie civile.* »

71 T. corr. Paris, 9 avr. 2026, préc., p. 12.

72 V. CA Paris, 26 juin 2024, n° 23/05115 : *BJB* janv. 2025, n° BJB202b6, note D. Schmidt ; *Dr. sociétés* 2024, comm. 147, obs. J. Granotier.

73 T. corr. Paris, 9 avr. 2026, préc., p. 12.

74 CMF, art. L. 621-15, III.

d'une infraction d'entrave à l'autre : de cinq ans d'emprisonnement et 75 000 euros d'amende[75] à seulement 30 000 euros[76], 25 000 euros[77], 15 000 euros[78] voire 3 700 euros d'amende[79], en passant par un an d'emprisonnement et 15 000 euros d'amende[80], deux ans d'emprisonnement et 300 000 euros d'amende[81] ou encore six mois d'emprisonnement et 7 500 euros d'amende[82], entre autres. Il ne semble guère y avoir de logique dans ces choix répressifs[83]. On peut simplement relever que le délit le plus sévèrement puni est l'entrave à la mission des commissaires aux comptes[84], qui sont des professionnels relevant purement de la sphère privée, de sorte que le recours à une menace sévère se justifie peut-être ici plus qu'ailleurs. En toute hypothèse, la *ratio legis* de ces infractions est bien identifiée, mais elles reposent sur des fondements incertains. Il est douteux que l'impératif d'efficacité des contrôles administratifs puisse suffisamment contrebalancer la nécessité de garantir les droits fondamentaux des individus mis en cause. L'analyse proprement technique de la caractérisation et de la répression des infractions d'entrave ne peut faire l'économie d'une réflexion axiologique : à quelles conditions la sanction pénale d'un devoir de coopération du suspect se justifie-t-elle encore aujourd'hui ? ■

75 C. com., art. L. 821-6, 3°.

76 L. n° 2016-1691 du 9 déc. 2016, art. 4.

77 CGI, art. 1746.

78 L. n° 2007-1545 du 30 oct. 2007, art. 13-1 ; CJF, art. L. 141-5.

79 C. douanes, art. R. 515-2.

80 CMF, art. L. 571-4 ; C. pén., art. 226-22-2 ; C. douanes, art. L. 513-16.

81 CMF, art. L. 642-2 ; C. com., art. L. 450-8 ; C. conso., art. L. 531-1.

82 C. urbanisme, art. L. 480-12 ; CCH, art. L. 183-11 ; C. énergie, art. L. 135-14 ; C. transports, art. L. 2211-6 ; C. sport, art. L. 232-25.

83 B. Bouloc, « *Les infractions d'opposition aux fonctions au regard des droits fondamentaux* », préc., spéc. n° 6.

84 C. com., art. L. 821-6, 3°.

Quand divulguer n'est plus transmettre : l'arrêt CJUE MT brouille l'économie du règlement Abus de marché

Auteur(s)



Maxime Galland
Docteur en droit et Avocat au barreau des Hauts-de-Seine, associé, KPMG Avocats

L'arrêt rendu par la CJUE le 18 juin 2026 dans l'affaire MT retient l'attention moins par la solution apportée au traitement de la parole politique que par le trouble qu'il introduit dans l'architecture du Règlement Abus de marché (MAR). En appréhendant une communication publique sous le prisme de la divulgation illicite d'information privilégiée, la décision brouille la ligne de partage entre le régime des comportements d'initiés et celui de la manipulation informationnelle de marché.

Les faits ont été jugés en premier lieu par le régulateur belge. Un responsable politique belge communique aux médias une information relative à un projet de désengagement de l'État du capital d'un émetteur coté. L'information est immédiatement publiée. L'intéressé est néanmoins sanctionné par la FSMA belge pour divulgation illicite d'information privilégiée. La juridiction de recours invite alors la CJUE à préciser la portée des articles 10 et 21 du règlement, à la lumière des libertés garanties par la Charte et par la Convention européenne des droits de l'homme. La réponse de la Cour entend concilier intégrité des marchés et liberté d'expression, mais elle n'y parvient qu'imparfaitement car elle se laisse guider par la récurrence du terme « divulgation » et perd de vue la différence de nature entre transmission confidentielle et diffusion publique.

Une gêne naît dès l'examen des faits sanctionnés par le régulateur belge qui semble faire un usage inadéquat de la notion de divulgation. Le trouble ne tient donc pas seulement aux conditions d'application de l'article 21 MAR, mais plus fondamentalement à la qualification initialement retenue du comportement : on peine à comprendre comment une communication publique adressée au marché peut être appréhendée comme une transmission confidentielle illicite relevant du régime des initiés. La sanction prononcée par la FSMA ne repose ni sur l'exploitation d'une information confidentielle ni sur la démonstration d'un message trompeur, mais sur une qualification intermédiaire dont les contours incertains posent un enjeu de sécurité juridique. Dans le régime encadrant les comportements d'initiés, c'est moins la publicité donnée à l'information que sa circulation restreinte, avant accès du marché, qui fonde l'interdit. L'information doit demeurer non publique pour créer l'asymétrie que le droit des abus de marché entend prévenir.

La CJUE pouvait-elle éviter l'écueil d'une solution alambiquée dont la portée pratique est incertaine ?

Le noeud du problème ne réside-t-il pas dans le choix du mot « divulgation » pour définir le comportement illicite d'initié ? De fait, son étymologie (*vulgus*, la foule, la masse ; *divulgare*, rendre public) suggère que ce mot n'aurait jamais dû être retenu par le rédacteur de l'article 10 et 14 c) MAR pour désigner le comportement consistant à transmettre une information confidentielle à un tiers. Une fois divulguée (licitement ou illicitement) une information perd son caractère de confidentialité. C'est d'ailleurs, dans cette acception que le terme est mobilisé dans l'ensemble des dispositions de MAR visant la diffusion d'information dans le marché et c'est précisément pour ses effets dé-confidentialisants que l'article 17 MAR impose aux émetteurs cotés la divulgation sans délai de toutes leurs informations privilégiées. Le détour par l'étymologie n'est donc pas purement lexical. Il révèle au contraire l'ambivalence profonde du vocabulaire retenu par MAR : le règlement emploie le même terme pour désigner tantôt la publication obligatoire d'une information au marché, tantôt sa transmission confidentielle illicite à un tiers.

En considérant l'ambiguïté du vocabulaire de MAR, examinons comment l'arrêt MT l'aggrave en faisant de cette équivoque lexicale le point de départ d'une assimilation substantielle entre deux régimes pourtant bien distincts. Pour mesurer l'enjeu de la solution retenue par l'arrêt préjudiciel du 18 juin 2026, il est tout d'abord nécessaire de montrer en quoi la décision malmène l'architecture du Règlement en assimilant à tort la divulgation illicite d'information privilégiée à une communication publique relevant, lorsque les conditions sont réunies, du régime de la manipulation informationnelle (I). Il convient ensuite d'examiner l'usage extensif et inapproprié de l'article 21, mobilisé comme palliatif d'une qualification incertaine au lieu de servir de filtre de proportionnalité aux formes d'expression médiatique et politique (II).

I - Une qualification de divulgation illicite qui perturbe l'économie du règlement MAR

Si une parole publique peut affecter le marché, reste à déterminer sous quel régime cette parole doit être juridiquement appréhendée.

A. La transmission confidentielle indue, appelée divulgation

Le règlement MAR repose sur une structuration précise de l'abus informationnel. Les articles 7, 10 et 14c) forment un ensemble cohérent centré sur l'information privilégiée : une information précise, non publique, portant directement ou indirectement sur un émetteur ou un instrument financier et susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer sensiblement le cours. Cette définition est déterminante. Elle signifie que le risque réprimé n'est pas la circulation de toute information sensible, mais l'exploitation ou la transmission d'une information encore indisponible pour le marché.

L'interdiction de divulgation illicite s'inscrit dans cette logique. Elle vise la communication indue d'une information privilégiée à un destinataire déterminé, en dehors du cadre normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions. Sa raison d'être est de prévenir la constitution d'un avantage informationnel privé, susceptible d'être converti en avantage de marché.

La divulgation sanctionnée par l'article 10 (et 14c) n'est donc pas, en son principe, la publicité générale d'une donnée ; elle est la transmission ciblée d'une information encore confidentielle, de nature à rompre l'égalité d'accès des investisseurs à l'information pertinente.

C'est sur ce point que l'arrêt MT déplace l'équilibre interne du Règlement. En admettant qu'une prise de parole publique puisse être traitée comme une divulgation illicite d'information privilégiée, la décision atténue la distinction entre transmission confidentielle à un cercle restreint et diffusion d'une information au marché. Or, cette distinction commande le choix du régime applicable. La première relève de la logique des initiés, car elle crée ou prolonge une asymétrie informationnelle exploitable. La seconde relève, le cas échéant, d'une autre logique : celle des messages publics susceptibles d'affecter la formation des cours, qui doit être appréciée au regard de la manipulation de marché.

On peut douter à cet égard, que l'action de rendre publique une information privilégiée puisse par elle-même relever de logique propre aux comportements d'initié. En lui faisant perdre sa qualité essentielle de confidentialité, la diffusion disqualifie immédiatement l'information privilégiée. À l'inverse, l'infraction de manipulation de marché appréhende les messages, signaux ou informations susceptibles de fausser le processus de formation des cours. La diffusion publique d'une information fausse, trompeuse ou artificiellement orientée, y compris lorsqu'elle porte sur un fait susceptible d'influencer le cours, relève plus naturellement du terrain de la manipulation informationnelle. On discerne mal comment la qualification de comportement d'initié pourrait être retenue en pareil cas. C'est pourtant, ce cas de figure qu'entérine la décision du 18 juin 2026.

L'arrêt MT relie ces deux logiques qui devraient rester distinctes l'une de l'autre (initié/manipulation de marché). L'amalgame est ainsi consommé autour d'une lecture unitaire de la notion de divulgation alors même que MAR retient deux acceptions distinctes sous les articles 10, 14c) d'une part et 21 d'autre part.

B. La diffusion publique manipulatoire, appelée divulgation

Une fois cette logique identifiée, l'erreur de perspective apparaît plus nettement encore. Lorsqu'une information est adressée au marché, le problème juridique ne se situe plus dans l'accès privilégié d'un destinataire déterminé, mais dans l'effet éventuel du message sur la formation des prix.

De fait, l'article 12 MAR appréhende une tout autre figure d'abus : celle des comportements manipulatoires qui donnent, ou sont susceptibles de donner, des indications fausses ou trompeuses quant à l'offre, à la demande ou au prix d'un instrument financier. Dans sa dimension informationnelle, la manipulation de marché ne repose pas sur l'existence d'une information non publique détenue par un initié, mais sur l'effet perturbateur d'un message adressé au marché. Le centre de gravité se déplace alors de l'asymétrie d'accès à l'information vers l'altération du processus de formation des prix.

Cette différence fondamentale est décisive pour comprendre la fonction exacte de l'article 21. On y reviendra plus loin, mais lorsqu'un comportement relève de l'activité journalistique ou médiatique, l'application des règles d'abus de marché doit être appréciée à la lumière des règles relatives à la liberté de la presse et à la liberté d'expression. Le texte n'a pas pour objet de transformer toute publication d'information sensible en divulgation illicite susceptible d'être disculpée au nom de la liberté d'expression. Il invite au contraire à tenir compte de la nature publique du message, de son contexte d'expression et, s'il y a lieu, de l'existence d'éléments caractérisant un avantage indu ou une intention de tromper le marché.

Dans l'affaire MT, l'application de cette grille aurait sans doute pu conduire à une qualification plus précise. La communication en cause ne se présentait pas comme une transmission confidentielle à un destinataire privilégié, mais comme une prise de parole publique portant sur un projet étatique susceptible d'influencer le marché. Si cette communication avait comporté des éléments faux, trompeurs ou artificiellement orientés, alors sans aucun doute, l'analyse aurait naturellement relevé du terrain de la manipulation informationnelle. À défaut de respecter cette logique de qualification, le raisonnement retenu par la CJUE superpose deux régimes distincts : guidée par la récurrence du terme de « divulgation » dans les articles 10 et 21, la CJUE traite comme une divulgation d'initié ce qui relève, par sa forme et par son mode de diffusion d'un message public adressé au marché. Cette superposition rend moins lisible l'économie du règlement et expose la décision à la critique.

Dans une décision remarquée validant le principe qu'une information privilégiée pouvait naître sous la plume d'un jour-

naliste[1], la CJUE avait d'ores et déjà articulé les dispositions relatives à l'interdiction de transmettre une information privilégiée à un tiers et celles prévoyant un régime d'exemption nécessaire à l'exercice libre de la presse. Si dans ce cas-ci, l'articulation des articles 10 et 21 s'appliquait harmonieusement à un cas de comportement d'initié manifeste, la solution retenue par l'arrêt MT laisse en revanche perplexe tant on peine à identifier un quelconque comportement d'initié dans le fait de rendre publique une information confidentielle.

Le raisonnement de la Cour paraît ainsi reposer sur trois glissements successifs : un glissement terminologique, parce que le même mot de « divulgation » est lu comme s'il avait une portée unitaire ; un glissement fonctionnel, parce qu'une règle relative à la transmission confidentielle est appliquée à une communication publique ; enfin, un glissement du régime d'exemption, parce que l'article 21 est mobilisé pour tempérer une qualification qui aurait d'abord dû être rigoureusement établie.

II - Un recours à l'article 21 MAR qui masque une qualification problématique

La sécurité juridique entourant la liberté d'expression commanderait de ne pas mobiliser l'article 21 pour réparer une confusion qui aurait dû être évitée au stade de la qualification.

A. L'article 21 comme filtre de proportionnalité salutaire mais ici dévoyé

L'arrêt MT donne l'impression que l'article 21 serait le nœud du débat alors qu'il est davantage le symptôme de la confusion entourant le recours à la notion de divulgation.

L'embarras suscité par la décision tient d'abord à la place conférée à l'article 21. Ce texte, qui pour mémoire vise expressément l'article 10 relatif à un comportement d'initié, impose de prendre en considération les règles relatives à la liberté de la presse et à la liberté d'expression lorsque des informations sont divulguées à des fins journalistiques ou dans le cadre de formes comparables d'expression publique. Il ne crée pas pour autant une exception autonome et générale à l'interdiction de divulgation illicite d'information privilégiée. Sa fonction est d'adapter l'application du Règlement au contexte particulier de la communication publique, et non de neutraliser les exigences de qualification propres à chaque catégorie d'abus de marché.

L'article 21 MAR n'a pas pour objet de rattacher un comportement au régime d'initié (art.10), ou à celui de la manipulation de marché (art. 12). Il n'a vocation à être mobilisé qu'une fois le terrain normatif identifié et stabilisé, avec pour objet de nuancer l'application des règles d'abus de marché aux exigences propres à la liberté de la presse et à la liberté d'expression.

La Cour bâtit sa motivation sur une articulation entre les articles 10 et 21 qui en l'espèce apparait dénuée de sens. De façon autonome la Cour admet que la prise de position d'un responsable politique dans les médias peut, dans certaines circonstances, s'inscrire dans le cadre normal de ses fonctions et être appréciée au regard de la liberté d'expression. Cette approche n'est pas critiquable en elle-même. Elle le devient lorsque l'article 21 sert à rendre acceptable une qualification préalable dénuée de logique : l'assimilation d'une communication publique à une divulgation illicite d'information privilégiée.

Le contrôle de nécessité et de proportionnalité ne dispense pas de qualifier correctement le comportement. Dans le régime des initiés, la référence au cadre normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions permet d'identifier les transmissions légitimes d'informations confidentielles. Transposée sans précaution à une prise de parole publique, cette logique change de nature. Elle ne porte plus sur la question de savoir si une information pouvait être transmise à un destinataire déterminé, mais sur celle de savoir si une communication au marché pouvait être justifiée par l'exercice de fonctions publiques ou politiques. Ce déplacement aurait dû conduire à examiner d'abord si le comportement relevait véritablement de l'article 10 ou plutôt de déterminer si l'information transmise aux journalistes était fausse et donc susceptible de relever de la manipulation informationnelle.

L'article 21 se trouve ainsi chargé d'une fonction qui excède son office. Il sert de mécanisme de conciliation entre intégrité des marchés et liberté d'expression, alors que la difficulté principale se situe en amont, au stade de la qualification. La parole politique ou médiatique ne devrait pas être appréhendée comme une simple variante de la divulgation d'information privilégiée au sens de MAR. Dans son acception latine rappelée *supra* la divulgation doit d'abord être analysée comme portant sur un message public, et donc susceptible de relever de la manipulation de marché si des éléments de fausseté, de tromperie, d'artifice ou d'intention sont établis. À défaut, l'appel à l'article 21 se trouve mobilisé à contre-emploi pour pallier une regrettable confusion qu'une qualification plus rigoureuse aurait permis d'éviter.

B. Préserver la sécurité juridique

La portée d'un arrêt préjudiciel dépasse malheureusement le cas d'espèce sous-jacent. L'incertitude ne concerne pas seulement les personnes susceptibles de s'exprimer publiquement. Elle affecte aussi les autorités de supervision européennes, appelées à choisir le fondement de poursuite, et les juridictions, tenues de contrôler la prévisibilité de la norme sanctionnatrice. Le risque tient d'abord à l'élargissement du registre des comportements d'initiés. En arguant de l'arrêt MT, une autorité européenne pourrait être tentée de qualifier de divulgation illicite une prise de parole politique, institutionnelle ou médiatique relative à une société cotée et ce, alors même qu'aucune transmission confidentielle à un destinataire privilégié, aucun avantage économique personnel et au-

1 CJUE, 15 mars 2022, no C-302/20.

cune chaîne d'exploitation de l'information ne seraient caractérisés. Une telle extension rendrait incertaine la distinction entre information sensible non publique confinée dans un cercle restreint et information sensible livrée au débat public.

Si elle devait s'enraciner, une telle extension engendrerait une imprévisibilité accrue pour les justiciables. Les responsables publics, dirigeants, conseils et intermédiaires appelés à commenter des projets économiques sensibles pourraient difficilement anticiper si leur parole sera appréciée comme une communication publique relevant, à supposer les conditions remplies, du régime de la manipulation informationnelle, ou de manière difficilement prévisible comme une divulgation d'information privilégiée relevant du régime des initiés. L'exigence élémentaire de sécurité juridique suppose pourtant que ces deux qualifications demeurent distinctes, tant par leurs critères de qualifications que par leurs objets respectifs.

On peut souhaiter que cet arrêt ne soit pas lu comme le point de départ d'une extension générale du régime des initiés aux prises de parole publiques mais aussi qu'il n'alimente pas une tendance plus générale de la CJUE à rapprocher des dispositions du Règlement poursuivant pourtant des logiques distinctes. A cet égard, les débats récents[2] relatifs à l'articulation entre la définition de l'information privilégiée (art. 7 MAR) et les obligations préventives de publication pesant sur les émetteurs (art. 17 MAR) montrent déjà combien la cohérence du règlement dépend du maintien de frontières conceptuelles claires.

L'arrêt MT franchit une étape supplémentaire en rapprochant les articles 10, 14 et 21 dans une lecture qui tend à faire primer l'efficacité sur l'orthodoxie des qualifications. Or, cette orthodoxie conditionne la prévisibilité de la norme et la légitimité de son application jusqu'au prononcé d'une éventuelle sanction. ■

2 CJUE, 16 avril 2026, C-229/24 Brännelius.

Manquements d'initiés : de la preuve de la détention à la tenue de la liste

Auteur(s)



Thibault de Ravel d'Esclapon
Professeur à l'Université de Strasbourg, Co-directeur, Master 2 Droit bancaire et financier

Dans cet important arrêt rendu sur recours à l'encontre d'une décision de la Commission des sanctions de l'AMF, la cour d'appel de Paris précise plusieurs éléments intéressant le régime des abus de marché. Au-delà de la caractérisation de l'information privilégiée, la cour estime que l'article 8§5 du règlement MAR permet d'atteindre le dirigeant sans texte national d'imputation, refusant ainsi la demande de renvoi préjudiciel. La cour confirme que le proche qui suit le conseil d'un initié, en connaissant sa position, est lui-même initié. Enfin, la décision rappelle que la tenue d'une liste d'initiés de l'article 18 est obligation essentielle, dont le non-respect est sanctionné.

1. Le 26 février 2026[1], la cour d'appel de Paris a rendu un arrêt long de plusieurs dizaines de pages, statuant sur les recours formés à l'encontre d'une décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'AMF) dont la publication, en janvier 2023, avait suscité de nombreux commentaires[2]. La décision ne s'écarte guère de la plupart des enseignements de la Commission des sanctions, délivrés dans le domaine des abus de marché ; il n'en reste pas moins que ses motifs, particulièrement étoffés, constituent un éclairage neuf et pédagogique sur les principales questions dont avait eu à connaître la première décision. Les faits sont aujourd'hui suffisamment connus pour ne pas être exposés dans le détail, notamment parce qu'ils sont rappelés avec minutie et exhaustivité tant dans la décision de la Commission que dans l'arrêt d'appel. En l'espèce, la société Terreïs, une foncière cotée présidée par son fondateur et détenue à 54 % par la société Ovalto, est l'objet, à partir de septembre 2018, de discussions entre cette dernière et Swiss Life Reim, qui souhaite acquérir le bloc majoritaire avant de déposer une offre publique d'achat simplifiée sur les titres restants. Ovalto accepte les termes d'une lettre d'intention le 18 octobre 2018. Les négociations achoppent toutefois sur le prix et cessent le 21 décembre 2018. Un second projet lui succède, portant cette fois directement sur les immeubles. Un protocole est signé le 12 février 2019 emportant cession d'une grande partie du patrimoine, avec dividende exceptionnel et offre de rachat valorisant l'action à 60 euros, contre un cours de 38,50 euros. En un mot, l'affaire se révèle, pour les actionnaires, particulièrement fructueuse.

2. Pendant cette période, plusieurs personnes sont opportunément intervenues sur le titre. Ces dernières, sans nécessairement exercer de fonctions chez l'émetteur, appartiennent cependant à son entourage d'affaires ou familial. Ainsi en va-t-il du gérant d'une holding associée d'Ovalto dans une activité viticole, du frère du président, via sa holding familiale, du directeur travaux d'un prestataire de Terreïs, notamment par une tentative la veille d'un communiqué, ainsi que de son frère et sa compagne, qu'il avait pressés d'acheter. Enfin, l'ancien directeur financier du groupe auquel appartenait ce prestataire place dans le titre une grande partie de son indemnité de licenciement, provoquant ainsi la suspension de la cotation. Ces différentes acquisitions ont conduit le secrétaire général de l'AMF à ouvrir, le 3 avril 2019, une enquête sur le marché du titre Terreïs à compter du 1er janvier 2018, étendue le 22 mai suivant à l'information financière de la société. Le 11 mars 2021, la direction des enquêtes et des contrôles a adressé des lettres circonstanciées à trois sociétés, Terreïs, et les deux holdings, THD et Option 7, ainsi qu'à huit personnes physiques[3]. Des notifications de griefs ont suivi. Principalement, elles retenaient l'existence de deux informations privilégiées successives, l'une, dite « *information Titres* », relative au projet d'acquisition par Swiss Life du bloc détenu par Ovalto, à compter du 18 octobre 2018, l'autre, dite « *information Actifs* », relative à la cession de la majeure partie du patrimoine de Terreïs, à compter du 25 janvier 2019. Ces deux informations, qui organisent les développements de la cour d'appel, correspondaient aux deux projets successifs. Sur ce fondement, il était reproché aux deux holdings et à leurs dirigeants, ainsi qu'à quatre autres personnes physiques, d'avoir utilisé l'une ou l'autre de ces informations pour acquérir ou tenter d'acquérir des titres Terreïs, en violation des articles 8 et 14 du règlement MAR. Le directeur travaux du prestataire se voyait en outre reprocher d'avoir divulgué l'information Titres à son frère et à sa compagne ou, « *à tout le moins* », d'avoir incité le premier et recommandé à la seconde d'acquérir des titres, le frère et la compagne étant poursuivis, de leur côté, pour avoir exploité soit l'information elle-même, soit l'incitation et la recommandation dont ils avaient été destinataires. Quant à Terreïs, la poursuite lui reprochait

1 CA, Paris, 26 févr. 2026, RG no 23/05561 ; Dalloz Actualité, 2 avr. 2026, obs. N. Ida ; BJB, juill. 2026, no BJB202r3, note M. Teller.

2 AMF, 30 janv. 2023, SAN-2023-02, Rev. sociétés, 2023. 458, obs. J. Prorok ; BJB mai 2023, n° BJB201f5, note D. Bompoint ; Dr. sociétés, mai 2023. Comm. 61, note J. Granotier ; RTDF, n° 2/2023, obs. M. Françon ; v. égal. L. Boisseau, Affaire Terreïs : l'AMF prononce plus de 3 millions d'euros de sanctions pour délit d'initiés, Les Échos, 2 févr. 2023.

3 Comme le souligne Laurence Boisseau, à propos de l'AMF, « *Il est rare que cette instance ait à juger 11 personnes physiques et morales en même temps* » : v. art. préc.

diverses carences dans la manière dont elle avait établi et actualisé sa liste d'initiés, en méconnaissance de l'article 18 du règlement MAR.

3. La Commission des sanctions, par sa décision du 30 janvier 2023, a retenu l'ensemble des griefs. Elle a considéré que chacune des deux informations présentait les caractères d'une information privilégiée, la première jusqu'au 21 décembre 2018 à 20 h 09, la seconde jusqu'au communiqué du 12 février 2019, et que leur détention comme leur utilisation par les mis en cause résultaient, à défaut de preuve directe, d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants. Elle a en revanche écarté la détention de l'information Titres par le frère et par la compagne du directeur travaux, pour ne retenir à leur encontre que l'utilisation de l'incitation et de la recommandation reçues, ce qui constituait une solution inédite, loin d'être passée inaperçue. Elle a prononcé des sanctions pécuniaires pour une somme totale de 2,81 millions d'euros au titre des manquements d'initié, auxquels s'ajoute la somme de 350 000 euros infligés à Terreïs pour cinq carences dans la tenue de sa liste d'initiés.

4. Plusieurs recours ont été formés contre la décision de l'AMF, devant la cour d'appel de Paris. Était notamment sollicité le renvoi à la Cour de justice d'une question préjudicielle portant sur l'article 8§5, du règlement MAR. Dans son arrêt, la cour d'appel de Paris dit n'y avoir lieu à renvoi préjudiciel et rejette ces recours[4]. L'arrêt est frappé de pourvoi[5] et l'intervention de la Cour de cassation est attendue. Il n'en demeure pas moins que la décision d'appel livre, dès à présent, de nombreux enseignements. L'on envisagera tout d'abord la question de la détention de l'information privilégiée (**I**), puis celle de son imputation au dirigeant de la personne morale (**II**), avant d'en venir à la propagation aux proches de l'initié (**III**) et aux obligations de l'émetteur en matière de liste d'initiés (**IV**), ce qui constitue, pour ces derniers points et selon l'expression d'un auteur, « *une double première* »[6].

I - La caractérisation de la détention de l'information privilégiée

5. L'arrêt rappelle les quatre conditions cumulatives de l'article 7 du règlement MAR (§37 à 41), ainsi que l'équivalence de ce texte avec l'ancien article 621-1 du règlement général de l'AMF, ce qui rend la jurisprudence antérieure applicable (§ 49)[7]. Ces quatre conditions sont connues[8]. En premier lieu, l'information doit être précise. En deuxième lieu, elle ne doit pas être publique. En troisième lieu, elle doit concerner directement ou indirectement un émetteur ou un instrument financier. En dernier lieu, sa divulgation serait susceptible d'influencer, de façon sensible, le cours. Cela étant, l'arrêt d'appel ne s'attarde véritablement que sur la seule condition de la précision. Ce caractère était, du reste, celui qui était longuement discuté dans l'affaire. Selon la cour d'appel de Paris, répond à cette condition « *une information portant sur un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir* » (§52), peu important que sa réalisation soit certaine ou que le prix et le nombre de titres aient été fixés. En effet, « *l'existence d'aléas quant à la survenance d'un événement ou quant à la réalisation effective d'un projet, n'exclut pas la possibilité de retenir que l'information y afférente présente un caractère suffisamment précis* » (§53)[9]. Les requérants entendaient tirer argument des conditions suspensives, en particulier du rescrit fiscal. Pour la cour d'appel, les conditions suspensives n'étaient que « *de simples aléas inhérents à ce type d'opération* » (§62), et l'information était précise dès l'acceptation de la lettre d'intention, le 18 octobre 2018 (§63). Cette solution est heureuse, dans la mesure où certaines opérations sont complexes[10], recelant de nombreux aléas et incertitudes qui ne sauraient altérer la précision d'une information.

6. Les revers apparents d'une négociation, fussent-ils reconnus par l'acquéreur lui-même, ne font pas perdre à l'information son caractère privilégié tant que les parties cherchent encore à conclure. La cour reprend ainsi la chronologie, pas à pas, pour démontrer la persistance du caractère précis de l'information. Par exemple, la proposition, en baisse du président de Swiss Life n'est pas un refus mais « *une étape à la poursuite des négociations* » (§65). De même, le message du 4 décembre 2018, « *le deal is dead definitely* », est contredit par ce qui l'a suivi, c'est-à-dire la recherche d'un co-investisseur, les réunions, et un courrier annonçant une offre révisée (§67 et 68). Pour la cour, l'acquisition du bloc majoritaire « *constituait toujours la finalité de l'opération, peu important que l'identité de l'acquéreur ait été modifiée* » (§69), de sorte que l'information n'a finalement perdu sa précision qu'au refus de Natixis Assurances, le 21 décembre 2018 à 20 h 09 (§71). Enfin, s'agissant des autres conditions de qualification d'une information privilégiée, celles-ci sont rapidement envisagées ; elles n'étaient pas contestées (§73 à 78). Pour ce qui concerne la sensibilité, celle-ci est acquise par nature s'agissant d'une cession de contrôle « *susceptible d'engendrer une offre publique* » (§77)[11]. En effet, « *les offres publiques et autres cessions de blocs, qui d'ailleurs vont souvent de pair, comptent parmi les événements les plus susceptibles d'influencer le*

4 La cour d'appel ne réforme la décision que sur deux points, la sanction de Terreïs est ramenée à 200 000 euros, et l'anonymisation de la publication à l'égard de l'un des requérants.

5 M. Teller, note préc.

6 N. Ida, obs. préc.

7 CJUE, 28 juin 2012, Geltl, aff. C-19/11, pts 44 à 49, RD Bancaire et fin., 2012, comm. 174, note Th. Bonneau ; BJB, 2012, p. 398, §187, note S. Torck ; CJUE, 11 mars 2015, Lafonta, aff. C-628/13, pt 31 ; CJUE, 15 mars 2022, aff. C-302/20, pt 38, tous trois cités par l'arrêt (§50 et 51).

8 La question de la qualification de l'*« information Actifs »* n'a pas, à ce stade, suscité de difficultés.

9 Com. 13 nov. 2013, n° 12-21.572 ; Com. 3 mai 2016, n° 15-10.044, RD bancaire et fin., 2016, comm. 182, note P. Pailler ; Com. 1er mars 2017, n° 14-26.225, 14-26.892 et 15-12.362, Rev. sociétés 2017, p. 365, note E. Dezeuze ; Dr. sociétés, mai 2017, comm. 83, obs. R. Vabres. Com. 10 juill. 2018, n° 15-15.557, tous cités au §53 ; sur cette question, v. D. Martin, E. Dezeuze, Fl. Bouaziz, R. Salomon, M. Françon et G. Rivière, Les abus de marché, LexisNexis, coll. *« Droit & Professionnels »,* LexisNexis, 2e éd., 2021, no 76 et s., p. 101 et s.

10 En effet, comme le souligne un auteur, *« parce que le processus d'offre publique est relativement long et complexe et parce qu'il comporte nombre d'étapes intermédiaires, il est difficile de déterminer à partir de quel moment il est possible de considérer que l'information est suffisamment précise (...) »* : R. Vabres ; Dr. sociétés, mai 2017, comm. 83.

11 V. N. Ida, obs. préc., qui rapproche la solution de la *« présomption de sensibilité »* retenue par la Commission des sanctions en matière d'offre publique (AMF, comm. sanct., 13 nov. 2020, SAN-2020-11, § 54).

cours d'un titre »[12].

7. Il faut souligner qu'aucun des mis en cause n'étant un initié primaire au sens de l'article 8§4, il incombait à l'AMF de prouver que chacun détenait l'information et en avait fait usage en sachant, ou en devant savoir, qu'elle était privilégiée (§89, 169). Sur ce plan, la preuve est libre. À défaut de « *preuves directes, difficiles, voire impossibles, à réunir* », un faisceau d'indices peut suffire s'il en ressort « *de manière non équivoque* » que seule la détention explique les opérations (§91), sans que les circonstances de la transmission aient à être établies (§225, 246). La démarche est classique et l'arrêt n'ajoute rien sur ce plan, sinon qu'il en fait une application particulièrement fouillée, indice par indice et personne par personne, en rappelant que chaque situation s'apprécie au cas par cas, sans que les mis en cause puissent tirer argument d'un traitement différent réservé à d'autres dans la même affaire (§104) ou dans d'autres affaires (§125)[13].

8. L'arrêt précise ensuite la portée des quatre indices envisagés par la Commission des sanctions, dans sa décision, et habituellement retenus pour établir la détention de l'information privilégiée : le caractère atypique des opérations, le moment opportun, le circuit plausible de transmission et les explications peu convaincantes avancées par les mis en cause (§93). Le premier consiste à comparer l'opération litigieuse aux habitudes de celui qui l'a réalisée. La cour retient qu'il est caractérisé par la seule nature de l'opération, sans qu'il soit besoin d'en examiner le montant, lorsque le mis en cause n'avait jamais acheté d'actions cotées auparavant, et peu importe d'ailleurs qu'il en ait acheté ensuite (§315). Les habitudes invoquées en défense sont examinées de près dans la décision. Par exemple, un achat de titres Terreïs remontant à 2011 est trop ancien pour en constituer une (§180), et l'opération de 2016 par laquelle le frère du président avait transféré ses propres titres à une société de son groupe n'était pas représentative des habitudes d'investissement (§179). Le deuxième indice est celui du moment. Il ne se confond pas avec le fait que l'ordre ait été passé pendant la période où l'information était privilégiée, lequel est un élément constitutif du manquement et ne saurait donc servir aussi d'indice. Ce qui est suspect, c'est la coïncidence entre l'ordre et une étape du projet. Ainsi, le gérant de la holding disposait de l'analyse du titre depuis le 12 octobre et d'un million d'euros depuis le 22 octobre 2018, et il a attendu un mois pour investir, précisément après que l'acquéreur eut confirmé, le 20 novembre, sa volonté de poursuivre (§98 et 99). Ce moment s'apprécie au jour de l'ordre et non d'après son résultat, de sorte que des ordres passés la veille du communiqué caractérisent l'indice quand bien même ils n'auraient pas été exécutés, la cotation ayant été suspendue (§262 et 263). Le troisième indice répond à une question simple, par quel chemin l'information a-t-elle pu parvenir jusqu'au mis en cause ? Ainsi, il n'est pas demandé à l'AMF de prouver la transmission, mais seulement de la rendre plausible. Des relations professionnelles régulières suffisent, sans qu'un rendez-vous précis soit identifié, comme la participation mensuelle à un comité aux côtés de trois personnes initiées (§113 à 115) ou les contacts d'un prestataire avec les dirigeants de son client (§245)[14]. Des relations fraternelles sont également susceptibles d'être retenues, sans preuve d'un échange portant sur le titre (§197), et même une loge partagée lors d'un concert pendant la période, sans qu'il faille que l'achat suive dès le lendemain (§199). Le fait que les transmetteurs présumés n'aient pas été poursuivis n'y change rien, étant donné que l'opportunité des poursuites appartient au collège de l'AMF (§201). La méthode a toutefois ses limites. La Commission avait vu, dans les achats effectués par la compagne du directeur travaux, par son frère et par les parents de sa compagne, un circuit familial par lequel l'information aurait pu lui parvenir. La cour l'écarte cependant, en observant que la Commission elle-même avait jugé que ces proches ne détenaient pas l'information, de sorte qu'ils ne pouvaient la lui avoir transmise (§242). Elle ne retient donc que le circuit professionnel (§243 à 245).

9. Le quatrième indice se comprend par rapport aux trois autres. Une fois l'opération jugée atypique, passée à un moment opportun et à portée d'un circuit de transmission, la qualité de l'explication du mis en cause achève, ou non, de convaincre. L'arrêt en donne plusieurs illustrations pédagogiques. Le gérant de la holding soutenait avoir suivi les conseils de sa banque. La cour relève que celle-ci lui avait recommandé des actions de sociétés familiales dans le luxe ou l'immobilier, sans jamais citer Terreïs, qu'elle ne connaissait pas, et que c'est le client qui lui a demandé, le 8 octobre 2018, de se renseigner sur ce titre. Le conseiller s'est donc borné à exécuter ce que son client lui demandait, et qu'il l'ait ensuite conforté dans son choix ne change rien à la question de savoir qui a décidé (§118 à 124). Son attestation, rédigée quatre ans après les faits pour dire qu'il n'avait pas eu « *le sentiment* » d'une information privilégiée, ne pèse guère (§126). Le frère du président invoquait une réorientation de sa holding vers des placements moins risqués, mais il ne l'établissait que par une note signée de son président en 2024, pour les besoins du recours, et l'attestation du commissaire aux comptes ne montrait rien de tel (§182 et 183). Le directeur travaux prétendait avoir donné à son banquier l'instruction permanente de placer ses liquidités en titres Terreïs, alors que ses courriels montrent qu'il passait lui-même chaque ordre, et il expliquait son « *intuition boursière* » (§250) par un arrêt des chantiers que le président de Terreïs et son propre employeur ont démenti (§248 à 251). L'ancien directeur financier, enfin, se prévalait du rapport du rapporteur, qui avait jugé ses explications suffisantes. La cour rappelle que ce rapport « *constitue un avis qui ne lie pas la Commission des sanctions* » (§321 et 322). Sur ce terrain, une réserve déjà formulée par la doctrine mérite d'être reprise[15]. La cour retient que l'intérêt porté au

12 D. Martin, E. Dezeuze, Fl. Bouaziz, R. Salomon, M. Françon et G. Rivière, Les abus de marché, op. cit., no 78, p. 107. Ce lien peut toutefois être discuté : sur cette discussion, v. not. J. Granotier, Dr. sociétés, mai 2023, comm. 61.

13 La cour écarte ainsi la décision AMF, comm. sanct., 31 janv. 2024, SAN-2024-03, invoquée par plusieurs requérants, chaque situation étant *« examinée concrètement, au cas par cas, selon les circonstances propres à chaque affaire »* (§125).

14 Comp. CA Paris, 2 mars 2023, n° 21/00887, invoqué sans succès par l'un des requérants pour soutenir que des relations professionnelles ne suffisent pas à caractériser la transmission (§ 311).

15 V. par ex., J. Granotier, Dr. sociétés 2023, comm. 61, considérant que la Commission peut parfois sembler sévère. ; M. Françon, RTDF 2023, n° 2.

titre « *n'est pas exclusif d'une détention* » et que l'absence de cession en urgence d'actions « *ne constitue pas une présomption d'absence de détention et d'utilisation d'une information privilégiée* » (§205 et 207). Or, la logique du faisceau veut que les indices conduisent « *de manière non équivoque* » à la détention. Une explication seulement vraisemblable suffit à rompre cette univocité et à faire naître le doute qui, la cour le rappelle elle-même, joue en faveur du mis en cause (§70)[16]. L'arrêt s'en défend en observant qu'il appartient à celui qui allègue un fait de le prouver (§185), ce qui est exact, mais déplace la question, car il ne s'agit pas de prouver la stratégie alléguée, seulement de la rendre plausible.

II - L'imputation du manquement au dirigeant de la personne morale

10. Aux termes de l'article 8§5, du règlement MAR, lorsque la personne qui négocie est une personne morale, l'article « *s'applique également, conformément au droit national, aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'acquisition* » pour son compte (§134). Tout tenait aux mots « *conformément au droit national* ». Les deux holdings et leurs dirigeants faisaient valoir que le seul texte interne qui organisait cette imputation, l'article 622-2 du règlement général de l'AMF, a disparu avec l'arrêté du 14 septembre 2016 et n'a reçu aucun successeur, de sorte que plus rien ne permettrait d'atteindre la personne physique à côté de la société, ce que confirmerait le considérant 40 du règlement. Ils en déduisaient que retenir le manquement à l'encontre des dirigeants procédait d'une interprétation nouvelle, contraire aux principes de légalité et de prévisibilité, et demandaient, à titre liminaire, que la Cour de justice soit saisie d'une question préjudicielle (§129 à 131, 156 et 157)[17]. L'AMF répondait que le renvoi au droit national n'autorise les États membres qu'à aménager le mécanisme général d'imputabilité que le règlement institue, que l'ancien article 622-2 était rédigé en des termes quasi identiques et que l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, qui vise « *toute personne* », demeure applicable (§132)[18]. Le ministère public partageait cette analyse (§133). La cour a en outre sollicité des notes en délibéré sur l'incidence de la directive 2014/57/UE, dont elle ne dit rien dans ses motifs.

11. La cour répond en plusieurs temps. Selon la cour, un règlement est d'application directe, ce que rappelle ici l'article 39, dont le paragraphe 3 dresse la liste des dispositions appelant des mesures nationales de mise en œuvre, liste dont l'article 8 est absent. Pour la cour, l'expression litigieuse « *renvoie uniquement aux modalités procédurales ou de fond prévues par le droit interne, le cas échéant* », si bien que l'abrogation de l'article 622-2 est sans effet (§136). Le considérant 40, qui invite à reconnaître les mécanismes nationaux d'imputation, rappelle la finalité du texte sans en subordonner l'application à une législation nationale (§137)[19]. L'article 8§1, vise d'ailleurs « *toute personne* », sans distinction (§138). Pour la cour d'appel de Paris, l'arrêt de la chambre commerciale du 14 novembre 2018, qui concernait l'obligation de publier l'information, n'est pas transposable. En effet, l'article 17 était silencieux sur le dirigeant, tandis qu'un article du règlement général de l'AMF le visait (§139)[20]. Enfin, ni la légalité ni la prévisibilité ne sont atteintes, l'ancien article 622-2 étant de rédaction similaire, et le fait que le texte reçoive sa première application « *n'est pas de nature à démontrer la méconnaissance par ces dispositions du principe de prévisibilité de la loi* » (§140). Le renvoi préjudiciel est donc refusé (§141, 160 et 161).

12. Au-delà de cette motivation bien étoffée, il restait à justifier le cumul. À ce sujet, la cour précise qu'il n'existe « *aucune incompatibilité à ce que les mêmes faits soient imputables à une personne physique et à la personne morale dont la première est l'organe ou le représentant* », comme en matière pénale en vertu de l'article 121-2 du code pénal (§147). La personne morale « *procède d'une fiction* » et n'agit que par l'entremise d'une personne physique (§148), de sorte qu'en matière d'initiés son comportement « *ne peut être dissocié de celui de ses organes ou représentants* » lorsque ceux-ci, détenant l'information, ont pesé sur la décision d'acquérir (§149). L'application est faite aux deux dirigeants, dont la formation, le parcours d'entrepreneur et les investissements antérieurs établissent qu'ils savaient ou auraient dû savoir que l'information était privilégiée (§151 à 153, 213 et 214). Le raisonnement joue dans les deux sens, puisque la société est, à son tour, « *réputée avoir également utilisé l'information privilégiée* » détenue par son dirigeant (§216). Il se prolonge aussi au stade de la sanction, le gain réalisé par la société profitant indirectement à celui-ci (§403, 432), étant donné qu'il était aussi le gérant et unique associé dans un cas (§403), principal actionnaire dans l'autre (§432).

III - La propagation du manquement aux proches de l'initié

13. Le règlement MAR ne se contente pas d'interdire à l'initié de négocier. Son article 8§2, vise celui qui, disposant d'une information privilégiée, recommande à une autre personne d'acquérir ou de céder les instruments concernés « *sur la base de cette information* », ou l'incite à le faire, et son paragraphe 3 ajoute que l'utilisation d'une telle recommandation ou incitation « *constitue une opération d'initié* » lorsque celui qui l'utilise « *sait, ou devrait savoir* », qu'elle repose sur une information privilégiée (§280, 286)[21]. Toute la partie de l'arrêt

16 V. égal. N. Ida, obs. préc., selon lequel *« il devrait en effet suffire au mis en cause d'avancer un scénario alternatif à la commission d'un manquement. Si cette justification alternative est suffisamment crédible, elle crée un doute qui doit profiter au mis en cause ».*

17 Les requérants invoquaient not. Com. 14 nov. 2018, n° 16-22.845, CA Paris, 17 sept. 2020, RG, n° 19/11033, ainsi qu'une décision de la commission des sanction, v. AMF, comm. sanct., 7 mai 2018, n° 2018-06 : comme allant dans le sens d'un renvoi au droit national (§ 131).

18 L'AMF s'appuyait également sur CA Paris, 18 févr. 2016, n° 2014/19088, jugeant que les articles 8 et 14 du règlement MAR ne sont pas moins sévères que les dispositions antérieures (§ 132).

19 V. toutefois, sur cette question, l'analyse de M. Teller, BJB, juill. 2026, no BJB202r3, qui précise que *« l'interprétation du considérant 40 du règlement MAR ne s'impose pas avec l'évidence que lui prête la cour ».*

20 Com. 14 nov. 2018, n° 16-22.845, BJB mars 2019, n° BJB118c6, note J.-M. Moulin ; RD bancaire et fin. 2019, comm. 30, obs. P. Pailler.

21 L'article 14, sous b, interdit de *« recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou inciter une autre personne à effectuer des opérations d'initiés »* (§ 297).

consacrée au frère et à la compagne du directeur travaux tient à la manière dont la poursuite a combiné ces textes. Il était reproché à ce dernier d'avoir divulgué l'information Titres à ses proches ou, « *à tout le moins* », d'avoir incité le premier et recommandé à la seconde d'acheter, et à ceux-ci d'avoir utilisé l'information ou, à tout le moins, l'incitation et la recommandation reçues (§23).

14. Le règlement ne définit ni l'une ni l'autre de ces deux notions, et l'AMF s'en remet au sens courant : inciter c'est pousser quelqu'un à faire quelque chose, recommander c'est en vanter les avantages (§278). Les intéressés plaidaient que le directeur travaux, qui reconnaissait avoir « *toujours crié haut et fort à tout le monde qu'il fallait investir dans Terreïs* », n'avait donné que de simples conseils (§276, 277, 281). La cour retient le critère de l'insistance. Le frère avait décrit, devant les enquêteurs, un proche qui « *l'embêtait* » avec ce titre depuis des années, lui confiait à l'été 2018 « *il se passe quelque chose de bizarre chez Terreïs* », puis, en octobre, « *ça sent bon, fonce* », avant de lui reprocher, une fois l'achat fait, d'être un « *petit joueur* » (§282 et 283). De telles conversations ne sont pas de simples conseils mais, « *compte tenu de l'insistance* », des incitations à investir (§284). Pour la compagne, la recommandation « *insistante* », répétée « *à chaque repas, comme un bourdonnement dans l'oreille* » selon ses propres mots, suffit (§298 et 299). Une observation doit être formulée. Cette recommandation durait depuis dix ans, bien avant toute information privilégiée, et cette antériorité n'a pas empêché la Cour de juger que celle de novembre 2018 était faite « *sur la base* » de l'information, la détention établie dans la première partie rejaillissant sur le conseil. L'habitude de recommander un titre ne protège donc pas celui qui continue de le faire une fois initié.

15. Il fallait également établir que les bénéficiaires savaient ou auraient dû savoir d'où venait le conseil. La cour s'en tient à la connaissance qu'ils avaient de la position de son auteur. Le frère savait que Terreïs était le premier client de l'entreprise où travaillait son frère, puisque celui-ci lui parlait de chantiers arrêtés. Ainsi il « *ne pouvait ignorer que les informations de son frère sur* Terreïs *étaient obtenues dans le cadre du travail* », quand bien même il le croyait simple chargé d'affaires (§288 et 289). La compagne, quant à elle, n'ignorait pas que celui-ci travaillait depuis dix ans pour une société en relation avec Terreïs, suivait le cours du titre et jugeait ses connaissances boursières « *plutôt bonnes* » (§303 à 305). Cette figure de l'initié « *à l'insu de son plein gré* »[22], ou encore « *par ricochet* »[23], n'a pas manqué d'être remarquée en doctrine. La réserve qu'elle suscite tient au caractère accueillant du « *aurait dû savoir* », qui fait peser sur l'entourage de toute personne ayant accès à une information un devoir de prudence qui, en pratique, revient à s'abstenir, tant il sera facile de retenir que le destinataire d'un conseil en connaissait la source[24]. La réserve est sérieuse. On observera cependant que la motivation de l'arrêt reste factuelle, la cour exigeant à la fois la connaissance du lien professionnel entre l'auteur du conseil et l'émetteur et des compétences propres du bénéficiaire, et que la solution, comme le souligne un auteur, sert l'objectif du considérant 23, qui est d'empêcher qu'un avantage injuste soit tiré de l'information au détriment de ceux qui ne la partagent pas[25].

IV - L'émetteur et la liste d'initiés

16. L'article 18 du règlement MAR met à la charge de l'émetteur trois obligations. Il doit dresser la liste des personnes qui, travaillant pour lui ou exécutant des tâches pour son compte, accèdent aux informations privilégiées, l'actualiser « *rapidement* » et la remettre à l'autorité « *dès que possible* » sur sa demande. Il en fixe le contenu minimal, identité, motif de l'inscription, date et heure de l'accès, date d'établissement. Le texte impose que les inscrits reconnaissent par écrit leurs obligations (§344)[26]. Le règlement d'exécution 2016/347, applicable aux faits, en arrête le format au moyen de modèles et exige une section par information privilégiée (§345, 346 et 372)[27]. Son considérant 6 en donne la raison : ces données servent aux enquêtes et doivent être fournies « *dès le départ* », pour que l'autorité n'ait pas à revenir vers l'émetteur (§347). Aussi le manquement est-il déclaratif et « *ne requiert pas d'élément intentionnel* » (§ 348). En l'espèce, cinq carences étaient reprochées (§ 349), et leur examen dessine en creux, de manière inédite, ce qu'est une liste conforme. La correction après coup des heures d'accès est « *inopérante* » (§361). La fonction des inscrits doit figurer d'emblée, sans que l'émetteur puisse objecter que l'AMF aurait pu la lui demander en cours d'enquête ni affirmer, sans le démontrer, que l'omission n'a pas gêné celle-ci (§ 365 à 367). L'oubli d'un architecte est un manquement formel, quelle qu'en soit l'explication (§ 369), de même que la perte de trois engagements de confidentialité (§ 370 et 371). Une liste unique pour deux informations méconnaît enfin ce texte considéré comme « *dénué d'ambiguïté* », peu important que les initiés eussent été les mêmes (§ 374).

17. C'est ici que l'arrêt innove et réforme. Sur les 103 personnes inscrites, 71 étaient des collaborateurs de prestataires extérieurs, portés « *pour mémoire* », sans date ni heure (§ 351, 354). Fallait-il les inscrire ? La cour répond par la position-recommandation 2016-08 de l'AMF, aux termes de laquelle « *sur la liste de l'émetteur ne peut figurer que le nom de la personne physique en charge de tenir la liste d'initié du tiers qui agit au nom ou pour le compte de l'émetteur* » (§ 355)[28]. Les prestataires tiennent donc leurs propres listes, à côté de celle de l'émetteur, lequel n'a pas à y porter des personnes ne travaillant pas pour lui (§356). Terreïs ne pouvait dès lors se voir reprocher l'absence de dates et d'heures pour ces 71 personnes, sauf pour les référents (§ 357, 362). Cela

22 F. Peltier, *« Initié "à l'insu de son plein gré" »*, JCP G 2023, act. 268.

23 M. Teller, BJB juill. 2026, n° BJB202r3, art. préc.

24 N. Ida, obs. préc. ; M. Teller, note préc. (évoquant une *« obligation de vigilance »*, dès lors qu'existe une proximité avec un initié).

25 En ce sens, N. Ida, note préc.

26 Règl. (UE) n° 596/2014, art. 18, § 1 à 5, reproduit au § 344 de l'arrêt.

27 Règl. d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016, art. 2, § 1, et annexe I, brogé par le règl. d'exécution (UE) 2022/1210 du 13 juillet 2022 (§ 345).

28 AMF, position-recommandation DOC-2016-08, Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée, oct. 2016.

étant, pour ces référents, l'émetteur invoque « *en vain* » le caractère non obligatoire d'une position-recommandation, l'obligation de les inscrire, avec date et heure, découlant de l'article 18, paragraphe 1, sous a), lui-même (§358). Et pour la trentaine de ses propres collaborateurs, l'absence d'heure suffit (§ 360). On retiendra que la cour oppose à l'AMF sa propre doctrine, et qu'elle consacre une architecture de listes à deux niveaux dont la valeur pour les enquêteurs dépend de la qualité de celles que tiennent les tiers, les référents étant, dit-elle, « *les mieux placés* » pour renseigner les accès de leurs collaborateurs (§357).

18. La Commission avait retenu une gravité certaine, tout en relevant l'absence de mauvaise foi et de gain, et prononcé 350 000 euros (§485). Terreïs faisait valoir tout à la fois le caractère formel, mineur et non intentionnel des erreurs, l'absence d'incidence sur l'enquête et le caractère inédit d'une sanction fondée sur l'article 18, qui aurait appelé la modération admise pour les premières applications. Enfin, Terreïs évoquait la comparaison avec des sanctions bien moindres prononcées pour d'autres manquements déclaratifs (§487 à 491)[29]. Pour la cour d'appel, les manquements, « *bien que formels* », sont importants, et le risque qu'une liste lacunaire fait courir à l'enquête « *peut constituer un critère de gravité du manquement, sans qu'il soit besoin d'établir un effet réel sur le marché* » (§500 à 502). Du reste, prises ensemble, les carences rendaient la liste « *difficilement exploitable* » (§503). Cette première application de l'article 18 n'était pas imprévisible, une décision de 2012 ayant déjà sanctionné l'absence de liste sous l'empire du règlement général, et le texte était éclairé par son règlement d'exécution, par la position-recommandation et par les questions-réponses de l'ESMA (§504 à 506)[30]. Cotée depuis 2006, la société devait savoir mettre en œuvre une obligation nouvelle (§507). L'absence d'intention et de gain a été prise en compte (§508). Par ailleurs, pour la cour, la coopération n'a rien eu d'exceptionnel (§509) et les comparaisons entre affaires sont vaines (§510). Seul l'écartement partiel du premier grief conduit à ramener la sanction à 200 000 euros (§511 à 513).

19. La rigueur de la solution se lit à la lumière de l'évolution des textes. Le Listing Act n'a pas sensiblement modifié le fond de l'article 18 mais a chargé l'ESMA d'étendre à toutes les listes le format allégé que seuls les émetteurs des marchés de croissance des PME pouvaient utiliser[31]. Il en est résulté le règlement d'exécution 2026/1291, applicable depuis le 5 juillet 2026, qui prévoit une section pour les initiés permanents, une section par information pour les autres, retranche certaines données personnelles et, pour les prestataires extérieurs, retient la mention d'une personne de contact par prestataire, ce qui rejoint la solution du §356[32]. Le format s'allège peut-être, mais les exigences que l'arrêt sanctionne demeurent, heures d'accès, fonctions, sections distinctes, engagements écrits. Pour les émetteurs, la leçon est nette, une liste d'initiés ne se régularise pas à la demande des enquêteurs, elle se tient en temps réel. ■

29 Terreïs invoquait un arrêt de la CEDH, 1er sept. 2016, n° 48158/11, X et Y c/ France, § 64, et CA Paris, 24 mars 2022, n° 20/08390, et proposait une comparaison avec une décision de l'AMF, comm. sanct., 14 juin 2012, SAN-2012-07, confirmée par CE, 26 janv. 2015, n° 360933, qui avait infligé 500 000 euros à un prestataire de services d'investissement dépourvu de toute liste (§487, 490) ; adde P. Jaïs, « *Un nouvel éclairage sur la liste d'initiés ?* », JCP éd. G, 2023, doctr. 399.

30 AMF, comm. sanct., 14 juin 2012, SAN-2012-07, préc., rendue au visa des articles 223-27 et suivants du règlement général ; ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation, ESMA70-145-111 (§492, 505 et 506).

31 Règl. (UE) 2024/2809 du 23 octobre 2024, insérant un paragraphe 9 à l'article 18 du règlement (UE) n° 596/2014 ; ESMA, Final Report on the draft implementing technical standards on the extension of the use of the alleviated format of insider lists, oct. 2025.

32 Règl. d'exécution (UE) 2026/1291 de la Commission du 12 juin 2026. Le régime de fond propre aux marchés de croissance des PME (art. 18, § 6) demeure inchangé.

Affaire *Casino* : premières condamnations pénales pour des abus de marché commis en bande organisée

Auteur(s)



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

Par un jugement du 29 janvier 2026, le tribunal correctionnel de Paris condamne lourdement un journaliste, d'anciens cadres dirigeants de la société Casino et la société elle-même pour des délits de corruption privée active ou passive, de diffusion d'informations fausses ou trompeuses en bande organisée et des délits d'initiés. Les prévenus sont en revanche relaxés du chef du délit de manipulation de cours par procédés fictifs, dont le jugement rapporté permet de préciser les éléments constitutifs. Par ailleurs, le tribunal indemnise les investisseurs victimes, au terme d'une application discutable de la méthode d'évaluation du préjudice financier consacrée par la Cour de cassation, et rejette à raison certaines des demandes indemnitaires de l'Autorité des marchés financiers.

1. Le renouveau du droit pénal financier. En matière de délits et manquements financiers, la répression pénale, historiquement première, semblait progressivement s'effacer face au renforcement du pouvoir de sanction de l'AMF, dont les décisions apparaissent tout à la fois plus rapides, plus techniques et plus prévisibles que celles prononcées par les juridictions pénales. L'introduction de la procédure d'aiguillage en matière d'abus de marché[1] menaçait d'aggraver cette marginalisation du juge pénal : puisqu'il faut choisir une unique voie répressive à l'issue de l'enquête, la plupart des trains qui se présentent à l'aiguillage sont orientés vers l'AMF. Plusieurs décisions récentes[2], dont certaines rendues en début d'année 2026[3], témoignent pourtant d'une forme de renouveau du droit pénal financier[4]. À l'issue des enquêtes, l'aiguillage conduit en effet à orienter les dossiers vers le Parquet national financier (PNF), dès lors que la gravité des faits le justifie : tel est le cas, notamment, des abus de marché commis en bande organisée[5], ou par des récidivistes[6], ou encore en cas de commission de délits connexes (corruption, blanchiment, etc.). En conséquence, le tribunal correctionnel n'hésite plus à prononcer des peines de prison ferme à l'encontre des auteurs de tels faits, alors qu'une telle sanction était exceptionnelle en matière financière[7]. L'AMF n'est pas étrangère à cette évolution de la pratique du contentieux répressif boursier, puisqu'elle se trouve étroitement associée aux différentes étapes de la procédure pénale, que ce soit au travers d'actes d'enquête, des demandes d'avis ou de la constitution de partie civile. Sous ces différents aspects, le jugement remarqué rendu le 29 janvier 2026 par le tribunal correctionnel de Paris dans l'affaire *Casino*[8] apparaît emblématique de ce retour du droit pénal financier.

2. Les faits. L'AMF a ouvert en octobre 2018 une enquête sur le marché du titre Casino et Rallye. Cette enquête a révélé l'existence d'un « *schéma manipulatoire* »[9] mis en place en 2018 à un moment où le groupe était lourdement endetté et où le titre Casino faisait l'objet de nombreuses ventes à découvert. Le PDG de Casino a conclu un accord secret avec un journaliste financier à la réputation sulfureuse, l'intéressé ayant été condamné à plusieurs reprises pour des délits et manquements boursiers. Cet accord, dissimulé sous les dehors d'une convention de conseil et de vente d'abonnements, avait pour objet réel de rémunérer le journaliste afin qu'il participe, sous couvert de la diffusion d'opinions indépendantes, à la stratégie de défense du cours de bourse de Casino. En application de cette convention, le journaliste a assuré pendant plusieurs mois une couverture médiatique favorable à Casino, en diffusant des informations et rumeurs choisies par Casino – dont la rumeur d'une OPA hostile imminente de Carrefour sous le nom de code « *Anschluss* » – et en recommandant systématiquement l'achat de titres de Casino. En outre, après avoir reçu une information privilégiée relative au désendettement du groupe, le journaliste a acheté

1 C. mon. fin., art. L. 465-3-6, issu de la L. n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

2 V. les décisions citées par J. Prorok, « Abus de marché : un sursaut du pénal ? », *BJB* mai 2025, n° BJB202g1.

3 T. Corr. Paris, 9 avr. 2026, *RCFB* n° 3/2026 p. 26, note R. Galvao, sanctionnant un délit d'obstacle à une visite de l'AMF dans le cadre d'une enquête portant sur des abus de marché ; T. Corr. Paris, 32e ch., 13 avr. 2026, n° 15356000563, *Airgas*, *RCFB* n° 1/2027 (à paraître), note N. Ida, condamnant plusieurs personnes physiques pour des délits d'initiés commis en réseau.

4 A. Gaudemet, « Le retour du pénal boursier », *BJB* mai 2026, n° BJB202p9 ; 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 ; 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.

5 On pense en particulier au développement des réseaux d'initiés : A. Mignon Colombet et A. Mennucci, « Réseaux d'initiés : les prémisses d'une nouvelle justice pénale boursière », *RCFB* n° 1/2026. 31.

6 V. les décisions citées par J. Prorok, art. préc.

7 V. notamment, en matière de délit d'initié, D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, R. Salomon et M. Françon, *Les abus de marché*, LexisNexis, 2e éd., 2021, n° 180, qui recensent deux décisions en ce sens.

8 *Rev. sociétés* 2026. 446, note J. Prorok.

9 AMF, « Affaire Casino : la décision du Tribunal correctionnel de Paris marque l'aboutissement d'un dossier d'abus de marché qui a fortement mobilisé l'AMF », 29 janv. 2026.

des actions Casino et a formulé des recommandations d'investissement sur la base de cette information. À l'issue de son enquête, l'AMF a effectué plusieurs signalements auprès du PNF. Au regard de la gravité des faits, le PNF a décidé, après concertation avec l'AMF, d'exercer des poursuites à l'encontre du journaliste financier, de trois sociétés lui étant liées, de la société Casino ainsi que de quatre anciens cadres dirigeants de cette société (le PDG, le conseiller du PDG, le secrétaire général et le directeur de la communication externe).

3. Le jugement. Dans sa décision du 29 janvier 2026[10], la 32e chambre du tribunal correctionnel de Paris déclare les prévenus coupables, selon les cas, de délits de corruption privée (active ou passive), de délits d'initiés ou de délits de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, en retenant, pour cette dernière infraction, la circonstance aggravante de commission du délit en bande organisée. Le tribunal condamne les coupables à de lourdes peines, incluant notamment des peines de prison allant jusqu'à 4 ans (pour le journaliste et le PDG), en partie ferme, des amendes allant jusqu'à 40 millions d'euros (pour la société Casino), ainsi que des interdictions d'exercice (I). Le tribunal indemnise par ailleurs certains investisseurs parties civiles, au terme d'une application discutable de la méthode d'évaluation du préjudice financier forgée par la jurisprudence, et déclare la constitution de partie civile de l'AMF recevable, bien que certaines des demandes indemnitaires du régulateur soient rejetées (II).

I - Le volet répressif

4. Corruption et abus de marché. Après avoir établi l'existence d'un pacte de corruption entre le journaliste et la direction de Casino, le tribunal condamne le journaliste pour corruption privée passive et les autres prévenus membres de la direction de Casino pour corruption privée active. Plusieurs abus de marché étaient également reprochés aux différents prévenus. Si des condamnations ont été prononcées du chef du délit d'initié et du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses en bande organisée (A), le journaliste financier a en revanche été relaxé au titre du délit de manipulation de cours de bourse par recours à des procédés fictifs, dont le jugement commenté contribue à préciser les éléments constitutifs (B).

A - Les condamnations prononcées pour délit d'initié et diffusion d'informations fausses ou trompeuses

5. Délit d'initié. Le directeur de la communication était poursuivi pour avoir divulgué au journaliste financier l'information privilégiée relative au dépassement de la réalisation des objectifs de cession d'actifs de Casino en vue de son désendettement[11]. Le journaliste était quant à lui poursuivi du chef de divulgation illicite de l'information privilégiée[12], de recommandation sur la base de cette information privilégiée[13], et d'utilisation de l'information considérée[14]. Au regard des nombreux éléments collectés au cours de la procédure – conversations téléphoniques, audiotels, déclarations à l'audience –, les faits reprochés ont été aisément établis par le tribunal, qui a retenu l'ensemble de ces chefs d'accusation à l'encontre des prévenus.

6. Délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Il était encore reproché au journaliste financier d'avoir participé à des faits de diffusion d'informations fausses ou trompeuses en bande organisée en diffusant, dans ses articles et audiotels, la rumeur d'une OPA hostile imminente de Carrefour sur Casino, sous le nom de code « *Anschluss* », afin de justifier ses recommandations à l'achat sur le titre Casino. Quatre anciens cadres dirigeants de Casino étaient également poursuivis au titre de cette infraction, qualifiée par un auteur de délit d'« *intoxication boursière* »[15]. On relèvera que le tribunal évoque à de nombreuses reprises des faits de « *manipulation de cours* », alors que les faits visés par la prévention s'apparentaient à une manipulation de marché par diffusion d'informations fausses ou trompeuses en bande organisée[16]. Les prévenus soutenaient que l'élément matériel du délit de diffusion de fausses informations n'était pas caractérisé en présence d'une simple rumeur de marché. Contrairement au règlement MAR qui vise le fait de « *répandre des rumeurs* », l'article L. 465-3-2 du Code monétaire et financier n'en fait pas mention. L'interprétation stricte commandée par le principe de légalité des délits et des peines devrait donc conduire à considérer que seule la diffusion d'une information fausse ou trompeuse suffisamment précise devrait être sanctionnée pénalement, et non le fait de répandre des rumeurs[17]. Le tribunal considère toutefois qu'une simple rumeur de marché peut constituer une information fausse ou trompeuse dès lors que la rumeur n'est pas relayée comme telle[18]. En l'espèce, si un projet de rapprochement avec Casino avait effectivement été étudié par Carrefour, aucune OPA n'avait été formellement initiée. Le journaliste n'en avait pas moins relayé la rumeur d'OPA en lui prêtant des caractéristiques précises (prix, caractère imminent, nom de code) et en faisant état de vérifications personnelles afin de donner du crédit à cette rumeur de marché. Une information fausse ou trompeuse avait donc été diffusée. En outre, le tribunal considère qu'une influence potentielle de la fausse information sur le cours suffit, le texte d'incrimination n'exigeant pas la démonstration et la mesure d'un effet sur le cours de bourse de l'émetteur concerné. Le jugement souligne qu'une rumeur d'OPA produit un

10 AMF, « Affaire Casino : la décision du Tribunal correctionnel de Paris marque l'aboutissement d'un dossier d'abus de marché qui a fortement mobilisé l'AMF », 29 janv. 2026.

11 L'information considérée présentait tous les caractères de l'information privilégiée : elle était non publique, suffisamment précise et susceptible, en cas de publication, d'influencer de façon sensible le cours de l'action Casino, comme le montrait l'empressement avec lequel le journaliste avait réalisé des investissements importants après avoir reçu cette information.

12 C. mon. fin., art. L. 465-3.

13 C. mon. fin., art. L. 465-2, I.

14 C. mon. fin., art. L. 465-1, A.

15 W. Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, 6e éd., 2005, n° 130.

16 C. mon. fin., art. L. 465-3-2.

17 F. Drummond, *Droit financier*, *Les institutions, Les activités, Les abus de marché*, Economica, 2020, n° 1250.

18 L'article 12 § 1 c) du règlement MAR vise en effet le fait de « *diffuser des informations (...) y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses* ».

effet mécanique de hausse du cours : « *que le marché croit ou ne croit pas à l'OPA, le cours de l'action de la société cible évoluera à la hausse, l'annonce d'une OPA étant un signal positif sur la société cible dans la mesure où elle permet à ses actionnaires d'obtenir une prime sur le prix de leurs actions* ». L'analyse n'est pas sans rappeler la présomption de sensibilité forgée par l'AMF sur le terrain distinct des manquements relatifs à l'information privilégiée, l'information relative au dépôt à venir d'une OPA étant considérée comme « *sensible par nature* » compte tenu de la hausse du cours de bourse qu'entraîne immanquablement la publication d'une telle information[19]. Ayant caractérisé les éléments constitutifs du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, la juridiction répressive entre en voie de condamnation en retenant la circonstance aggravante de bande organisée. La décision commentée met en avant la préméditation des faits au travers d'« *une organisation structurée et hiérarchisée* » autour du PDG, d'une part, et du soin apporté par les différents protagonistes à dissimuler les liens réels avec le journaliste, d'autre part (signature d'une convention fictive destinée à dissimuler le pacte de corruption, usage de messageries sécurisées, organisation de réunions secrètes). Les juges ont cependant prononcé une relaxe du chef de manipulation de cours, à l'issue d'une longue démonstration illustrant la complexité des textes régissant cette forme particulière d'abus de marché.

B - La relaxe au titre de la manipulation de cours

7. La manipulation de cours par procédés fictifs suppose-t-elle une opération sur le marché ? Le journaliste financier était encore poursuivi pour avoir émis des avis favorables et pour avoir effectué des recommandations biaisées d'achat de titres Casino alors qu'il était rémunéré dans le cadre d'un pacte de corruption, ce qui pouvait relever du délit de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice incriminé par l'article L. 465-3-1, II du Code monétaire et financier[20]. Les quatre anciens cadres dirigeants de Casino étaient poursuivis pour les mêmes faits. Les prévenus soutenaient que le délit de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs n'est pas constitué en l'absence d'une intervention sur le marché, d'une part, et en l'absence d'effet avéré sur le cours de bourse, d'autre part. Le tribunal écarte le premier argument au terme d'une analyse subtile et particulièrement approfondie des dispositions relatives aux manipulations de cours de bourse. Les juges observent que l'article L. 465-3-1, II du Code monétaire et financier vise le fait « *de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement* » affectant le cours par recours à des procédés fictifs. L'emploi de la conjonction « ou » signifiant le caractère alternatif, et non cumulatif, du comportement par rapport à une opération ou à un ordre. Il en ressort que le délit de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs est susceptible d'être constitué en l'absence d'opération réalisée sur le marché. L'imprécision du texte pénal a cependant conduit le tribunal à se tourner vers les dispositions du règlement MAR, et notamment aux exemples de manipulation de cours[21] et aux indicateurs[22] qu'il contient, afin d'interpréter les dispositions de l'article L. 465-3-1, II du Code monétaire et financier. Certes, ce dernier texte ne renvoie pas aux indicateurs de manipulations de cours prévus par le règlement MAR et son règlement délégué[23]. Est-ce à dire que ces éléments ne sont pas pertinents pour caractériser l'élément matériel du délit de manipulation de cours, comme le soutenait la défense de Casino ? La réponse est négative. En effet, le considérant 17 de la directive MAD[24] précise que la directive doit être appliquée « *en tenant compte du cadre juridique établi par le Règlement (UE) n° 596/2014 et par ses mesures d'exécution* ». Le juge pénal est ainsi invité à apprécier les éléments constitutifs du délit à partir des comportements et des indicateurs visés par le règlement MAR pour les besoins de la répression du manquement de manipulation de cours de bourse[25].

8. Analyse au regard des comportements visés par l'article 12 § 2 du règlement MAR. La difficulté pour le législateur européen d'appréhender les différents types de manipulation de cours l'a conduit à adopter une méthode originale[26] : le règlement MAR définit ainsi deux grands types de manipulations de cours[27], avant d'en donner cinq illustrations[28] et de compléter cet ensemble par une liste d'« indicateurs » non exhaustifs[29], eux-mêmes précisés par des exemples de « pratiques » manipulatoires[30]. Le jugement relève que l'un des cinq comportements visés à l'article 12 § 2 du règlement MAR se rapproche des faits visés à la prévention : selon ce texte, est considéré comme une manipulation de cours « *le fait de tirer parti d'un accès occasionnel ou régulier aux médias traditionnels ou électroniques en émettant un avis sur un instrument financier (…) après avoir pris des positions sur cet instrument financier (…) et de profiter par la suite de l'impact dudit avis sur le cours de cet instrument (…) sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d'intérêts* »[31]. Ce rapprochement suffisait-il à établir que le délit de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs ne compte pas la réalisation d'une opération sur le marché parmi ses éléments constitutifs ? La réponse ne pouvait être positive qu'à la condition de considérer que les comportements visés par le § 2 de l'article 12 du règlement MAR sont de simples illustrations des cas de manipulation de cours visés au § 1 de ce même article. La doctrine

19 Sur cette présomption irréfragable de sensibilité de l'information et les critiques qu'elle peut appeler, V. not. D. Martin et *alii*, *Les abus de marché*, *op. cit.*, n^{os} 104 et s.

20 C. mon. fin., art. L. 465-3-1, II.

21 Règl. (UE) n° 596/2014 Parl. et Cons., 16 avr. 2014 sur les abus de marché, art. 12, § 2.

22 Règl. (UE) n° 596/2014 Parl. et Cons., 16 avr. 2014 sur les abus de marché, annexe I.

23 Règl. délégué (UE) n° 2016/522 Comm., 17 déc. 2015, annexe II.

24 Dir. 2014/57/UE Parl. et Cons., 16 avr. 2014, relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

25 F. Drummond, *Droit financier*, *op. cit.*, n° 1248.

26 F. Drummond, *ibid.*, n° 1199.

27 Dont la manipulation par recours à des procédés fictifs (règl. n° 596/2014 préc., art. 12, § 1, b)).

28 Règl. n° 596/2014, préc., art. 12, § 2.

29 Règl. n° 596/2014, préc., annexe I.

30 Règl. délégué (UE) n° 2016/522 Comm., 17 déc. 2015, annexe II.

31 Règl. n° 596/2014, préc., art. 12, § 2, d).

est partagée sur ce point : certains auteurs considèrent que les cas visés au § 2 sont des déclinaisons de la définition figurant au premier paragraphe[32], quand d'autres y voient des formes autonomes de manipulation de cours[33]. Certaines décisions de sanction de l'AMF semblent traiter les hypothèses énumérées par l'article 12 § 2 comme des cas autonomes de manipulation de cours. Ainsi, dans une décision de sanction du 4 mars 2022 rendue à l'encontre du journaliste en cause et de deux de ses sociétés également poursuivies dans l'affaire Casino, la Commission des sanctions a retenu une qualification autonome de « manipulation de cours par accès aux médias », distincte de la manipulation de cours par recours à des procédés fictifs[34]. De même, dans sa décision du 24 janvier 2024 rendue au sujet de manipulations de cours commises en réseau[35], la Commission des sanctions a pris soin de caractériser la position dominante manipulatoire visée par l'article 12, § 2, a) du règlement MAR[36], après avoir établi des manipulations par contrainte de marché et par tromperie qui relèvent quant à elles du a) et du b) du premier paragraphe de l'article 12 du règlement MAR, ce qui accrédite la thèse de l'autonomie des cas de manipulation visés au deuxième paragraphe. Il reste que la question ne semble pas nettement tranchée[37], ce qui a conduit le tribunal à considérer les indicateurs de manipulation de cours visés par l'annexe I, B du règlement MAR afin de déterminer si la caractérisation du délit de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs suppose la réalisation d'une opération sur le marché.

9. Analyse au regard des indicateurs de manipulation de cours issus du règlement MAR. L'annexe I, B du règlement MAR mentionne deux indicateurs de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs qui peuvent être pris en considération par les autorités lors de l'examen de transactions ou d'ordres, sans être considérés pour autant comme constituant en soi une manipulation de marché. L'indicateur a) concerne l'hypothèse dans laquelle les ordres passés ou les transactions effectuées sont précédés ou suivis de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses par ces mêmes personnes ou des personnes qui leur sont liées. L'indicateur b) découle de la passation des ordres ou de la réalisation des transactions par des personnes avant ou après la diffusion par celles-ci, ou par des personnes qui leur sont liées, de recommandations d'investissement fausses, biaisées ou manifestement influencées par un intérêt significatif. Les juges du fond relèvent que dans les deux cas, la modification du cours de bourse ne résulte pas de la passation d'ordres de bourse ou de la réalisation de transactions sur le marché, dans la mesure où ces ordres et transactions visent à bénéficier de l'effet de la manipulation[38]. Le jugement pousse l'analyse jusqu'à se référer à l'annexe II du règlement délégué n° 2016/522 illustrant ces indicateurs de manipulations de cours. Concernant les indicateurs de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs, la pratique-type a) se rapproche des faits dont était saisi le tribunal, s'agissant de la « *diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans les médias (…) entraînant ou susceptible d'entraîner l'évolution du prix d'un instrument financier (…) dans un sens favorable à la position détenue ou à une opération prévue par la ou les personne(s) ayant un intérêt dans la diffusion de ces informations* »[39]. À la suite de cette démonstration particulièrement détaillée, le tribunal conclut que « *l'absence de référence à des ordres, transactions ou prises de position des prévenus sur le marché dans les faits visés à la prévention ne permet pas d'exclure que le comportement de manipulation de marché par recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice serait susceptible d'être constitué* ».

10. Relaxe du chef de manipulation de cours à défaut de preuve d'effet sur le marché. Toutefois, la caractérisation d'un délit de manipulation de cours en l'absence d'ordres, de transactions ou de prise de position sur le marché relève, selon le tribunal, d'une inversion de la logique qui prévaut habituellement pour établir ce type d'abus de marché. La mention d'ordres, de transactions ou de prises de position avant ou après l'utilisation de procédés fictifs s'explique par le fait que le régulateur identifie en général des transactions suspectes avant d'établir, à partir de celles-ci, l'existence d'un comportement manipulatoire. Selon le tribunal, l'inversion de cette logique, à défaut d'opération suspecte en l'espèce, rendait d'autant plus nécessaire la preuve d'un lien de causalité entre les comportements manipulatoires reprochés et l'effet sur le cours de bourse requis par le texte pénal. Les juges retiennent que l'effet recherché par les prévenus était le maintien du cours de bourse dans un contexte baissier, ainsi que la modification de la composition de l'actionnariat de Casino afin que celui-ci contienne davantage de petits porteurs moins susceptibles de voir leurs titres alimenter le marché du prêt-emprunt de titre et, partant, les ventes à découvert qui favorisent la baisse du cours. Selon le tribunal, le maintien du cours de bourse dans un contexte baissier pouvait caractériser un effet sur le cours du titre Casino. Encore fallait-il établir un lien de causalité direct entre le comportement manipulatoire et cet effet sur le cours de bourse. Or, deux éléments empêchaient de considérer ce lien de causalité comme établi. D'une part, les analyses de l'AMF reposaient sur des hypothèses et ne permettaient pas de démontrer que tout ou partie des actionnaires auditeurs et lecteurs du journaliste poursui-

32 D. Martin et *alii*, *Les abus de marché*, *op. cit.*, n° 404 ; Th. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, LGDJ, coll. Domat, 6e éd., 2025, n° 1527.

33 V. not. F. Drummond, *Droit financier*, *op. cit.*, n° 1219 ; D. Schmidt, « Abus de marché : répression », *Étude Joly Bourse*, nos 320 et s.

34 AMF, CDS, 4 mars 2022, SAN-2022-02 : *BJB* juill. 2022, n° BJB200t9, note F. Barrière.

35 AMF, CDS, 24 janv. 2024, SAN-2024-02 : *Dr. sociétés* avr. 2024, comm. 49, note J. Granotier ; *BJB* mai 2024, n° BJB201u2, note F. Barrière ; *RSC* 2024. 381, note J.-M. Brigant.

36 Selon ce texte, est considéré comme une manipulation de cours « *le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier (…) avec pour effet, réel ou potentiel, la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création, réelle ou potentielle, d'autres conditions de transaction inéquitables* ».

37 J. Granotier, note préc., *Dr. sociétés* avr. 2024, comm. 49.

38 Contrairement aux sept indicateurs de manipulations consistant à donner des indications fausses ou trompeuses ou à fixer le cours à un niveau anormal ou artificiel (C. mon. fin., art. L. 465-3-1, I), que le tribunal désigne sous les termes de « manipulation par contrainte de marché ». Ces sept indicateurs, énumérés par l'annexe I, A du règlement MAR, désignent des situations dans lesquelles le cours est modifié par l'opération elle-même, et non par la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de recommandations d'investissement fausses, biaisées ou manifestement influencées. Ainsi par exemple, le premier de ces indicateurs conduit à tenir compte de « *la mesure dans laquelle les ordres passés ou les transactions effectuées représentent une proportion importante du volume quotidien de transactions (…) en particulier lorsque ces activités entraînent une variation sensible de leur cours* ».

39 Règl. délégué (UE) 2016/522 Comm., 17 déc. 2015, annexe II, section 2, § 1, a).

vi avaient acquis des titres Casino en suivant la recommandation du journaliste. D'autre part, de nombreux éléments extérieurs pouvaient expliquer la tendance haussière du cours du titre Casino pendant la période de prévention, tels que la signature d'une nouvelle ligne de crédit, les annonces de cessions d'actifs, ou encore le placement de Rallye en procédure de sauvegarde. En conséquence, le délit de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs n'était pas caractérisé en tous ses éléments, ce qui ne pouvait que conduire le tribunal à prononcer la relaxe de tous les prévenus.

11. Relaxe du chef de la tentative de manipulation de cours. Le PNF avait requis à l'audience que le délit de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs soit requalifié en tentative de ce délit. La tentative de manipulation de cours par recours à des procédés fictifs est en effet incriminée en application des dispositions du III de l'article L. 465-3-1 du Code monétaire et financier. Conformément à la définition de la tentative prévue par l'article 121-5 du Code pénal[40], le tribunal rejette cette qualification en considérant qu'il ne s'agissait pas d'une tentative infructueuse de manipulation de marché qui se serait soldée par un échec en raison de circonstances indépendantes de la volonté des auteurs[41], puisqu'en l'espèce, il n'était pas exclu que le comportement manipulatoire des prévenus ait effectivement eu un effet sur le cours de bourse de Casino, même si cela n'avait pas été démontré. Une relaxe a donc été prononcée des chefs de manipulation de cours et de tentative de manipulation de cours. Il reste que les délits de corruption et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses étaient caractérisés, ce qui justifiait de statuer sur les demandes d'indemnisation des victimes ayant subi des préjudices du fait des infractions commises.

II – Le volet indemnitaire

12. Parties civiles. On distinguera les demandes d'indemnisation introduites par les investisseurs lésés par les abus de marché reprochés aux prévenus (A), des prétentions indemnitaires formulées par l'AMF en sa qualité de partie civile (B).

A - L'indemnisation des investisseurs

13. Le fait générateur de responsabilité : le délit de corruption. Le tribunal souligne d'emblée que les prévenus ont été relaxés du chef de manipulation de cours, et que la période de prévention retenue pour les faits de diffusion d'informations fausses ou trompeuses était limitée au mois de septembre 2018. Afin d'étendre la période d'indemnisation, le tribunal décide de retenir la corruption en tant que fait générateur de responsabilité civile. Ce choix ne s'imposait pas avec évidence, dans la mesure où la fausse information a pu influencer les investisseurs au-delà de la période de prévention[42]. Le tribunal définit deux critères cumulatifs permettant d'établir l'existence d'un lien direct entre le préjudice subi et les infractions de corruption. Sont ainsi jugées recevables les constitutions de partie civile des investisseurs ayant démontré l'acquisition d'actions Casino avant ou pendant la période de prévention retenue pour les infractions de corruption privée active et passive – c'est-à-dire entre le 1er septembre 2018 et le 14 juin 2019 – et un abonnement à une publication du journaliste pendant cette même période, par eux-mêmes ou un membre du cercle familial proche.

14. Méthode d'évaluation du préjudice financier. Les investisseurs sollicitaient l'indemnisation des pertes subies sur les actions Casino acquises postérieurement à septembre 2018 (préjudice d'acquisition) et des pertes subies sur les actions Casino acquises antérieurement à cette date et conservées postérieurement (préjudice de conservation). Le tribunal considère que, du fait de la durée de la prévention retenue pour les faits de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, il ne peut fonder l'évaluation du préjudice financier subi par les investisseurs sur les solutions jurisprudentielles applicables en matière de manipulation de marché[43]. Le préjudice financier doit donc, selon le tribunal, être évalué du fait des infractions de corruption privée active et passive. Trois périodes d'investissement sont distinguées : la période pré-prévention, la période de prévention et la période post-prévention.

15. Préjudice de conservation. Concernant les actions Casino acquises antérieurement à la période de prévention, il n'apparaît pas certain qu'un investisseur ayant connaissance du pacte corruptif au cours de la période de prévention aurait cédé les titres Casino acquis antérieurement. Pour autant, le tribunal considère que l'influence des publications du journaliste sur les décisions prises par les investisseurs ne peut être totalement écartée. Sur ce point, le jugement commenté énonce que « *le préjudice résulte de l'atteinte à la faculté de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en ayant connaissance du pacte de corruption, atteinte qui lui fait perdre une chance de céder, en connaissance de cause, ses actions acquises antérieurement à la période de prévention et de faire des investissements plus profitables* ». Cette perte de chance d'arbitrer en connaissance du pacte de corruption, c'est-à-dire de vendre durant la période de prévention les actions Casino acquises antérieurement, est évaluée par le tribunal à 15 % des investissements nets, soit les achats d'actions minorés des produits des cessions d'actions. Cette faible probabilité s'explique par le fait que les acquisitions d'actions n'étaient alors pas motivées par les recommandations du journaliste entachées de corruption, et par la forte volatilité du cours du titre Casino qui rendait peu probable la cession

40 « *La tentative est constituée dès lors que, manifestée par un commencement d'exécution, elle n'a été suspendue ou n'a manqué son effet qu'en raison de circonstances indépendantes de la volonté de son auteur* ».

41 Le considérant 41 du règlement MAR (règl. n° 596/2014, préc.) mentionne, à titre d'exemples de la tentative de manipulation de cours, le recours à une technologie défaillante et le cas d'une instruction de négociation qui n'aurait pas été suivie.

42 J. Prorok, note préc., *Rev. sociétés* 2026. 446, n° 11.

43 Cass. com., 9 mars 2010, nos 08-21.547 et 08-21.793, Bull. civ. IV, n° 48, *Gaudriot* : *BJB* juill. 2010, n° 41, p. 316, note N. Rontchevsky ; *BJS* juin 2010, n° 109, p. 537, note D. Schmidt ; *D.* 2010. 761, obs. A. Lienhard ; *Rev. sociétés* 2010. 230, note H. Le Nabasque ; *RTD com.* 2010. 374, note P. Le Cannu et B. Dondero ; *ibid.*, 407, note N. Rontchevsky ; *RSC* 2011. 113, note F. Stasiak ; *JCP E* 2010. 1483, note S. Schiller – Cass. com., 6 mai 2014, nos 13-17.632 et 13-18.473, Bull. civ. IV, n° 81, *Marionnaud* : *BJB* juill. 2014, n° 111p4, p. 340, note A. Gaudemet ; *BJS* juill. 2014, n° 112d8, p. 449, note S. Torck ; *RDBF* juill. 2014, comm. 156, note P. Pailler ; *Rev. sociétés* 2014. 579, note E. Dezeuze et J. Trèves ; *RTD com.* 2014. 829, note N. Rontchevsky.

d'actions acquises antérieurement au regard des cycles haussiers observés durant la période de prévention. Cette solution appelle trois observations. D'abord, le tribunal a appliqué la méthode d'évaluation définie par la jurisprudence depuis les arrêts *Sidel*[44] et *Gaudriot* après avoir prétendu devoir l'écarter. La Cour de cassation considère que « *celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé* »[45]. Au cas d'espèce, les juges du fond ont indemnisé, selon les termes du jugement, une « *perte de chance abstraite* » d'arbitrer en connaissance de cause, évaluée de façon forfaitaire[46], dans la lignée de la jurisprudence de la Cour de cassation qui fait une application originale de la théorie de la perte de chance dans le domaine boursier[47]. Cette solution a le mérite de faciliter l'indemnisation des victimes de préjudices financiers en escamotant la question de la preuve, souvent difficile en pratique, du lien de causalité entre la diffusion de la fausse information et la décision d'investissement[48], même si une partie de la doctrine y voit une limitation critiquable du préjudice réparable, peu compatible avec le principe de réparation intégrale[49]. Ensuite, l'évaluation par le tribunal du préjudice de perte de chance de céder les titres en connaissance de cause peut laisser perplexe : on peut se demander, avec notre collègue Johan Prorok, « *pourquoi retenir une assiette égale à la totalité des investissements si la perte de chance est d'avoir pu céder* » alors qu'il aurait fallu prendre en compte le prix auquel les investisseurs auraient pu céder leurs titres[50]. Enfin, l'indemnisation du préjudice de perte de chance est admise par le tribunal même si les chances de prendre une meilleure décision d'investissement s'avéraient, en l'espèce, particulièrement faibles. Sur ce point, la décision Casino ne surprend pas[51], dans la mesure où la Cour de cassation considère que la perte de chance, même faible, est indemnisable[52]. Cette position paraît néanmoins critiquable en ce qu'elle admet l'indemnisation à raison de la non-réalisation d'un évènement improbable : ne faudrait-il pas réserver l'indemnisation du préjudice de perte de chance aux cas dans lesquels la réalisation de l'évènement favorable était plus probable qu'improbable[53] ?

16. Préjudice d'acquisition. S'agissant du préjudice d'acquisition allégué par les parties civiles, le tribunal distingue la période de prévention et la période postérieure à la prévention. Pour les acquisitions réalisées durant la période de prévention, le tribunal retient une « *présomption de causalité déterminante* » entre le préjudice subi et les infractions de corruption : selon les juges du fond, les investisseurs n'auraient raisonnablement jamais investi dans les actions Casino au cours de la période de prévention s'ils avaient eu connaissance du pacte corruptif. Les victimes obtiennent ainsi réparation à hauteur de la totalité de leur investissement net. Le raisonnement des juges du fond s'écarte ici de la jurisprudence *Gaudriot*, dont il résulte que l'investisseur ayant acquis les titres d'un émetteur au vu d'informations fausses ou trompeuses perd « *seulement* » une chance de prendre une meilleure décision d'investissement, ce qui exclut la réparation de tout autre chef de préjudice[54]. Les demandes d'indemnisation des préjudices résultant d'investissements réalisés postérieurement à la période de prévention ont en revanche été rejetées, dans la mesure où ces acquisitions ne pouvaient être rattachées de façon directe et certaine aux infractions commises[55].

17. Absence d'unification des décisions des juges du fond. En somme, le tribunal a appliqué, de façon imparfaite, la méthode prétorienne d'évaluation du préjudice boursier qu'il prétendait pourtant avoir écartée. Sur ce point, le jugement *Casino* rejoint plusieurs décisions récentes des juges du fond, qui se sont distanciées de la jurisprudence *Gaudriot*. Par un jugement du 7 mai 2026, le tribunal de commerce d'Évry a rejeté la demande d'indemnisation d'investisseurs qui se prétendaient victimes d'une fausse information boursière sur le fondement de l'absence de lien de causalité[56]. Cette solution, proche de celle adoptée dans le jugement *Vivendi*[57], s'écarte de la jurisprudence *Gaudriot* fondée sur la réparation d'un préjudice de perte de chance[58], dans la mesure où la théorie de la perte de chance a précisément pour but de pallier une incertitude causale[59]. Ces divergences entre les juridictions du fond sont susceptibles de relancer les débats concernant l'opportunité d'une unification du contentieux indemnitaire, voire d'une évolution du régime de réparation des préjudices causés par la diffusion d'informations fausses ou trom-

44 CA Paris, 9e ch., sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036, *Sidel* : *RTDF* n° 2008/4, p. 137, note E. Dezeuze ; *BJB* févr. 2009, p. 28, note E. Dezeuze ; *BJS* févr. 2009, p. 143, note J.-F. Barbièri ; *RLDA* févr. 2009, n° 35, p. 10, note A. Dethomas ; *Rev. sociétés* 2009. 121, note J.-J. Daigre.

45 Cass. com., 9 mars 2010, *Gaudriot*, préc.

46 F. Drummond, *Droit financier*, *op. cit.*, n° 1256 ; D. Martin et *alii*, *Les abus de marché*, *op. cit.*, n° 377 : « *Qu'on ne s'y trompe pas : il ne s'agit pas pour les juridictions d'appliquer à la lettre la méthode de la perte de chance qui rendrait l'évaluation du préjudice encore plus complexe (…) En réalité, le paravent de la perte de chance ne sert qu'à masquer une évaluation forfaitaire du préjudice des investisseurs, méthode contraire au principe de la réparation intégrale du préjudice ; ce voile de pudeur est d'autant plus efficace que le montant du préjudice ainsi déterminé relève de l'appréciation souveraine des juges du fond* ».

47 La perte de chance abstraite est indemnisée forfaitairement, ce qui conduit un auteur à considérer qu'il s'agit davantage d'un préjudice moral que d'une perte de chance : J. Prorok, *La responsabilité civile sur les marchés financiers*, LGDJ, Bibl. dr. privé, t. 581, 2019, préf. H. Synvet, nos 246 et s.

48 Sur cet usage dévoyé de la théorie de la perte de chance, V. not., A. Bénabent, « La perte de chance, nouvelle « bonne à tout faire » du droit de la réparation ? », *Mélanges en l'honneur du Professeur Claude Lucas de Leyssac*, LexisNexis, 2018, p. 9, spéc. p. 12.

49 V. not. Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014 : *JCP G* 2014, doctr. 455, étude J. Klein.

50 J. Prorok, note préc., *Rev. sociétés* 2026. 446, n° 12.

51 V. aussi, CA Montpellier, ch. com., 29 sept. 2026, n° 25/01462, admettant, au titre du préjudice de conservation, l'indemnisation d'une perte de chance « *modeste* » de céder les titres détenus, évaluée par le tribunal à 25 %.

52 Cass. civ. 1re, 16 janv. 2013, n° 12-14.439, Bull. civ. I, n° 2 : *RTD civ.* 2013. 380, obs. P. Jourdain ; *JCP G* 2013, doctr. 1291, n° 1, obs. Ph. Stoffel-Munck.

53 En ce sens, Ph. Stoffel-Munck, obs. préc., *JCP G* 2013, doctr. 1291, n° 1.

54 En ce sens, A. Gaudemet, « Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une « politique jurisprudentielle » », note préc., *BJB* juill. 2014, n° 111p4, p. 340.

55 Par ailleurs, le tribunal a accordé 500 € à chaque victime au titre de la réparation du préjudice moral « *résultant de l'angoisse née de la disparition de leurs économies et du sentiment d'avoir été trompées dans leur confiance légitime* ».

56 T. com. Évry, 4e ch., 7 mai 2026, n° 2023F00167, *BJB* sept. 2026, n° BJB202t3, note J. Prorok.

57 T. com. Paris, 7 juill. 2021, nos 2011027112, 2012033467, 2012029636, 2012056220 et 2012028100 : *Dr. sociétés* nov. 2021, comm. 135, note O. de Bailliencourt.

58 En ce sens, J. Prorok, note préc., *BJB* sept. 2026, n° BJB202t3, n° 13.

59 F. Drummond, *Droit financier*, *op. cit.*, n° 1255.

peuses[60].

B - L'indemnisation du régulateur

18. Rejet de la demande d'indemnisation du préjudice moral allégué par l'AMF. L'AMF s'était constituée partie civile, en application des dispositions de l'article L. 621-16-1 du Code monétaire et financier[61]. En cette qualité, l'AMF demandait notamment la réparation d'un préjudice moral résultant de l'atteinte portée au bon fonctionnement du marché et à la réputation de la place de Paris, ainsi que des accusations et insinuations portées à l'encontre de l'autorité de marché par les prévenus. L'AMF pouvait nourrir quelque espoir d'obtenir satisfaction, puisqu'à l'occasion de deux actions civiles récentes, la même juridiction lui avait accordé réparation de son préjudice moral[62], correspondant à « *l'atteinte portée aux épargnants qu'elle est légalement chargée de protéger* »[63]. Le jugement *Casino* admet à son tour la réparation du préjudice moral de l'AMF, qu'il fixe à un euro symbolique, comme dans les deux affaires précitées[64]. Cette solution encourt cependant la critique, dans la mesure où le préjudice moral invoqué semble difficilement se distinguer de l'atteinte à l'intérêt général, incarné par l'AMF à l'échelle des marchés financiers[65]. Cette critique semble cependant avoir été entendue par les juges appelés à se prononcer dans le cadre de l'affaire *Airgas*. L'AMF, qui s'était constituée partie civile, considérait que les infractions commises par les prévenus ont porté atteinte aux intérêts qu'elle a le devoir de protéger ainsi qu' « *à la place de Paris, ne serait-ce que par l'écho médiatique reçu par ce dossier* »[66]. Le tribunal a rejeté cette demande en rappelant qu'une personne morale de droit public ne peut demander la réparation du préjudice moral causé par une infraction si ce préjudice se confond avec le trouble social que répare l'exercice de l'action publique[67]. Tel était le cas dans les différentes affaires d'abus de marché renvoyées devant le tribunal correctionnel, l'action publique visant à assurer la réparation de l'atteinte causée au bon fonctionnement des marchés financiers dont la protection relève de la mission légale de l'AMF[68].

19. Rejet de la demande d'indemnisation du préjudice matériel allégué par l'AMF. L'AMF sollicitait également la réparation du préjudice matériel qu'elle prétendait avoir subi, en raison de l'assistance apportée par ses enquêteurs aux investigations de la Brigade Financière, notamment dans le cadre d'auditions et d'une perquisition au domicile de l'un des prévenus. L'AMF considérait que les frais ainsi occasionnés n'entrent pas dans sa mission régulière. On se souvient que l'autorité de marché avait pu obtenir réparation des coûts exposés au titre de l'enquête dans deux affaires récentes d'abus de marché ayant donné lieu à des jugements rendus par le tribunal correctionnel de Paris le 25 mai 2023[69] et le 13 décembre 2023[70]. Pourtant, dans l'affaire *Casino*, la même juridiction retient au contraire que « *les actes invoqués par l'Autorité des marchés financiers appartiennent à sa mission régulière telle que définie à l'article L. 621-1 du code monétaire et financier et aux pouvoirs d'enquête qui lui sont conférés aux termes des articles L. 621-9 et suivants du même code. De plus, il n'est pas démontré que les frais liés auxdits actes revêtent un caractère dérogatoire ou exceptionnel* ». Cette solution a été réaffirmée peu de temps après par la même juridiction à l'occasion du jugement *Airgas* du 13 avril 2026[71] : le préjudice matériel invoqué par l'AMF, consécutif à la rédaction d'un avis au cours de l'information judiciaire, n'était pas caractérisé s'agissant de l'exécution d'une obligation légale[72] n'ayant entraîné en l'espèce aucun surcoût de fonctionnement par rapport à la charge normale de la mission de l'AMF. La réparation d'un préjudice suppose en effet la violation d'un intérêt juridiquement protégé[73]. Pour la jurisprudence, il en résulte notamment[74] que le coût de l'exécution d'un devoir légal pourrait être considéré comme un préjudice indemnisable[75], sauf dérogation prévue par la loi[76]. Or, les frais d'enquête correspondent à une dépense de fonctionnement normal et participent de la mission même de l'AMF[77]. Le rejet de la demande indemnitaire de l'AMF dans ces deux affaires nous semble donc pleinement justifié. Cependant, la décision *Casino* pose une réserve déjà formulée dans un arrêt de la cour d'appel de Paris du 26 juin 2024[78] : les frais exposés par l'AMF sont susceptibles d'être remboursés par le prévenu lorsqu'ils ont un « *caractère dérogatoire et exceptionnel* »[79]. C'est dire néanmoins que les demandes indemnitaires de l'AMF de-

60 V. not. P.-H. Conac, « Plaidoyer pour une évolution du régime de la réparation des préjudices boursiers », *Rev. sociétés* 2022. 270.

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

62 T. Corr. Paris, 32e ch., 25 mai 2023 : *BJB* juill. 2023, n° BJB201h9, note D. Schmidt ; T. Corr. Paris, 32e ch., 13 déc. 2023 : AMF, « Une manipulation de marché, identifiée et signalée par l'AMF, sanctionnée par le tribunal correctionnel de Paris », 4 janv. 2024.

63 T. Corr. Paris, 32e ch., 25 mai 2023, préc.

64 Les demandes formulées par l'AMF au titre de l'article 475-1 du Code de procédure pénale – c'est-à-dire au titre des frais non supportés par l'État – ont également été accueillies.

65 R. Galvao, « L'action civile de l'AMF », art. préc., spéc. n° 13 et 15. En outre, l'indemnisation de ce préjudice pourrait soulever, devant les juridictions répressives, la question du respect du principe *ne bis in idem*, au regard de la coloration punitive de cette sanction civile.

66 T. Corr. Paris, 32e ch., 13 avr. 2026, préc., pt. 413.

67 V. not. Cass. crim., 20 mai 2025, n° 24-81.879, FS-B ; Cass. crim., 15 nov. 2023, n° 22-82.826, FS-B.

68 C. mon. fin., art. L. 621-1.

69 T. Corr. Paris, 32e ch., 25 mai 2023 : *BJB* juill. 2023, n° BJB201h9, note D. Schmidt.

70 T. Corr. Paris, 32e ch., 13 déc. 2023 : AMF, « Une manipulation de marché, identifiée et signalée par l'AMF, sanctionnée par le tribunal correctionnel de Paris », 4 janv. 2024.

71 T. Corr. Paris, 32e ch., 13 avr. 2026, n° 15356000563, préc.

72 C. mon. fin., art. L. 466-1.

73 M. Bacache-Gibeili, *Traité de droit civil*, t. 5, *Les obligations*, *La responsabilité civile extracontractuelle*, *Droit commun et régimes spéciaux*, Economica, coll. Corpus droit privé, 4e éd., 2021, nos 398 et s.

74 Sur les nombreuses applications de cette exigence de légitimité du préjudice, qui est controversée, V. Ph. Brun, *Responsabilité civile extracontractuelle*, LexisNexis, 6e éd., 2023, nos 191 et s.

75 V. par ex. Cass. civ. 2e, 22 nov. 2007, n° 06-17.995 : *D*. 2008. 1741, note J. Bourdoiseau.

76 V. par ex. Cass. civ. 2e, 13 nov. 2008, n° 07-17.056 : *RTD civ*. 2009. 324, obs. P. Jourdain.

77 C. mon. fin., art. L. 621-9, I.

78 CA Paris, 26 juin 2024, n° 23/05115 : *BJB* janv. 2025, n° BJB202b6, note D. Schmidt ; *Dr. sociétés* déc. 2024, comm. 147, note J. Granotier. Cet arrêt, rendu à la suite du jugement précité du 25 mai 2023, a été censuré au motif que les juges avaient condamné l'auteur du délit de manipulation de cours à une amende inférieure au montant de la plus-value retirée du délit : Cass. crim., 29 oct. 2025, n° 24-84.088, F-D : *BJB* nov. 2025, n° BJB202m0, note D. Schmidt ; *Dr. sociétés* janv. 2026, comm. 8, obs. R. Salomon ; *AJ pénal* 2026. 73, obs. J.-C. Michard ; *Rev. sociétés* 2026. 61, obs. J. Prorok ; *RSC* 2026. 401, obs. J.-M. Brigant.

79 En ce sens, V. not. Cass. crim., 20 mai 2025, n° 24-81.879, FS-B ; Cass. crim., 19 nov. 2024, n° 23-87.027 ; Cass. crim., 30 juin 2021, nos 16-80.657 et 20-83.355, FS-B. On relèvera cependant que l'article 800-1 du Code de procédure pénale, qui mettait à la charge de l'État les frais de justice criminelle, correctionnelle et de police, a été modifié par la loi n° 2026-103 du 19 février 2026 afin de prévoir que ces frais sont à la charge de la personne condamnée.

vraient être rejetées dans la plupart des cas. Ainsi, dans l'affaire *Airgas*, les juges ont refusé de faire droit à la demande de réparation du préjudice matériel invoqué par l'AMF au motif que cette dernière ne faisait valoir « *aucune circonstance particulière ayant rendu particulièrement difficile ou complexe l'exécution de cette obligation légale* »[80]. Il est heureux que les juridictions aient limité les possibilités d'indemnisation de l'AMF, en particulier s'agissant du coût de l'enquête. Si l'on comprend que les frais d'enquête puissent constituer un enjeu important pour les autorités publiques dotées d'un pouvoir d'investigation et de sanction, il n'en reste pas moins que l'action civile de l'AMF a été pensée pour corroborer l'action publique, non pour pallier les besoins budgétaires de l'autorité de marché[81] ! ■

80 T. Corr. Paris, 32e ch., 13 avr. 2026, n° 15356000563, pt. 419 : *Airgas*, *RCFB* n° 1/2027 (à paraître), note N. Ida

81 R. Galvao, « L'action civile de l'AMF », art. préc., n° 13.

La collaboration à une manipulation de cours

Auteur(s)



Thibault de Ravel d'Esclapon
Professeur à l'Université de Strasbourg
Co-directeur du Master Droit bancaire et financier

Par un arrêt du 11 juin 2026, la cour d'appel de Paris juge que les articles 12 et 15 du règlement MAR, éclairés par le considérant 39, permettent de sanctionner pour manipulation de cours une personne qui n'a passé aucun ordre ni effectué aucune transaction, dès lors qu'elle a « collaboré » à la manipulation de cours.

1. L'arrêt rendu le 11 juin 2026 par la cour d'appel de Paris[1] statue sur le recours formé contre une décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 24 janvier 2024[2], laquelle avait sanctionné plusieurs personnes pour un schéma de manipulation de cours ayant affecté trois sociétés cotées de petite taille. Au-delà de la circonstance que la Commission était allée plus loin que ce qu'avait sollicité le Collège, la décision avait été remarquée ; il faut dire que la physionomie du schéma, qui faisait intervenir des sociétés et des personnes établies dans plusieurs pays, n'était pas anodine. Les premiers commentateurs ont décrit le système comme un véritable réseau de manipulation[3]. Cet arrêt de la cour d'appel de Paris mérite l'attention à plusieurs titres. Il se prononce d'abord sur une question de procédure liée à une pratique des services de l'AMF : la sélection et la destruction des supports de messagerie remis par les personnes concernées, une fois extraits les courriels jugés utiles. Il tranche ensuite un point de droit dont l'importance est évidente. La requérante n'avait effectué aucune transaction et n'avait passé aucun ordre sur les titres en cause. Elle n'était pas directement aux prises avec la manipulation. En revanche, il lui était reproché d'avoir « *collaboré* » à ce qui était reproché, au sens du considérant 39 du règlement MAR, en mettant en relation les dirigeants des émetteurs avec l'instigateur du schéma et en apportant ensuite son concours à son déroulement. La question se posait donc de savoir si les articles 12 et 15 du règlement permettent de sanctionner une personne qui n'a accompli aucun des actes matériels de la manipulation. La cour d'appel répond par l'affirmative, tout en refusant le renvoi préjudiciel sollicité. C'est, semble-t-il, une première confirmation sur ce point de l'analyse de la Commission des sanctions[4], reprenant ainsi une « *interprétation plutôt extensive de la notion de manipulation de marché* »[5].

2. Exposons rapidement le schéma retenu[6]. Trois sociétés étaient concernées, de taille modeste, cotées sur Euronext Access ou inscrites sur le marché libre, et dont les titres étaient peu liquides. La faible liquidité, en effet, est un élément susceptible d'attirer d'éventuels manipulateurs. Des variations suspectes ayant été observées sur ces titres en 2018 et 2019, le secrétaire général de l'AMF a ouvert trois enquêtes. Le mécanisme, décrit par la Cour, se décompose en trois étapes. Dans un premier temps, pour le compte d'un fonds d'investissement américain, des dirigeants de sociétés dont les titres étaient peu liquides sont ciblés et démarchés. Dans un deuxième temps, intervient une mise en relation avec le président d'une société de droit américain, puis la présentation par celui-ci d'un « *market making program* » censé rendre les titres plus liquides. Enfin, la troisième étape consiste en l'exécution de ce programme. Le nom donné au programme est celui d'une activité de tenue de marché. Pourtant, il n'avait pas grand-chose à voir avec ce domaine spécifique. L'exécution reposait sur « *les interactions coordonnées des différents intervenants conjuguant, notamment, les engagements de conservation des titres, pendant la durée du programme, des autres actionnaires historiques des sociétés concernées (« lock up »), le démarchage par des conseillers en investissements dans le but de susciter des ordres d'achat des titres, et la vente des titres en suivant les instructions de M. [G] afin que l'ensemble des ventes soit capté par les ordres d'achat suscités (pratique dite de « la bouilloire » soit « pump and dump »)* » (§ 190). Ce comportement a été qualifié par la Commission des sanctions de manipulation de cours.

3. À l'époque des faits, la demanderesse était la gérante du bureau parisien d'un fonds d'investissement américain, et présidait une société spécialisée dans le conseil en investissements. Son intervention s'est déroulée selon un scénario comparable pour les trois émetteurs. Elle approchait les dirigeants pour le compte du fonds, en vue de leur proposer un financement par « *equity line* », et subordonnait l'investissement du fonds à l'amélioration préalable de la liquidité du titre. Son rôle revenait alors à introduire auprès d'eux l'instigateur du schéma. Selon la notification des griefs, l'on pouvait distinguer, d'une

1 CA Paris, 11 juin 2026, RG n° 24/05202 : *Dalloz actualité*, 7 juill. 2026, obs. N. Ida ; *BJB* sept. 2026, n° BJB202s4, note F. Barrière.

2 AMF, Sanct., 24 janv. 2024, SAN-2024-02 : *Dr. sociétés* 2024, comm. 49, note J. Granotier ; *BJB* mai 2024, n° BJB201u2, note F. Barrière ; *RTDF* juill. 2024, p. 5, note F. Bouaziz.

3 J. Granotier, note préc.

4 N. Ida, obs. préc.

5 F. Barrière, note sous CA Paris, 11 juin 2026, déc. préc.

6 L'on peut renvoyer ici aux développements de la Commission des sanctions qui détaillent, avec précision, le schéma retenu.

part, les concepteurs du schéma, auxquels il était reproché une manipulation de cours et, d'autre part, la demanderesse et un autre intervenant, auxquels il était reproché « *d'avoir participé à la mise en œuvre de ce* « *schéma manipulatoire* » *et ainsi adopté un comportement ayant contribué à chacun de ces cas de manipulation de cours, en méconnaissance des dispositions des articles 12 et 15 du règlement MAR (tels qu'éclairés par son considérant 39)* » (§ 9). Du reste, les dirigeants des émetteurs, pour leur part, n'étaient poursuivis qu'au titre de leurs obligations déclaratives (§ 9), ce que les premiers commentateurs avaient relevé avec quelque étonnement, puisque certains d'entre eux avaient eux-mêmes passé les ordres de vente[7]. La Commission des sanctions a retenu le manquement à l'encontre de la gérante de fonds et a prononcé une sanction pécuniaire de 400 000 euros, assortie de la publication non anonymisée de sa décision (§ 12 et 13). Le recours que forme la demanderesse à l'encontre de la décision est rejeté. L'on évoquera, en premier lieu, le moyen de procédure, tiré de la violation des droits de la défense (I), avant d'envisager, sous un angle inhabituel, la question de l'imputabilité du manquement (II), puis la sanction (III).

I - La loyauté de l'enquête et la destruction des supports de messagerie

4. Il n'est plus guère nécessaire de préciser que la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers est concernée par l'application de l'article 6 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales. En effet, « *lorsqu'elle est saisie d'agissements pouvant donner lieu aux sanctions prévues par le code monétaire et financier, la Commission des sanctions doit être regardée comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale* » (§ 57). Cela étant, il faut distinguer deux étapes. À compter de la notification des griefs, qui marque l'ouverture de la procédure de sanction, les exigences du procès équitable, dont le principe de contradiction, s'appliquent[8]. En principe, l'enquête n'est pas concernée. Cela ne signifie pas que la phase antérieure, c'est-à-dire la phase préalable d'enquête, ne connaisse pas de règles protectrices au profit de la personne qui fait l'objet d'investigations. Cela étant, la protection n'a alors qu'« *un droit de cité parcellaire* »[9], selon les mots d'un auteur[10]. Celle-ci sera d'une nature différente, principalement guidée par l'impératif que l'enquête doit « *néanmoins être loyale afin de ne pas compromettre irrémédiablement les droits de la défense* » (§ 57)[11]. Ces principes sont aujourd'hui bien connus. La Cour distingue ensuite deux critiques, qu'elle examine l'une après l'autre : la sélection des courriels joints au rapport d'enquête (A) et la destruction des supports de messagerie (B).

A. La sélection des courriels

5. S'agissant de la sélection des pièces, la cour d'appel reprend une formule bien connue issue de la jurisprudence de la Cour de cassation[12] et de la Cour européenne des droits de l'homme[13] : « *la circonstance que les enquêteurs de l'AMF aient procédé à une sélection des pièces du dossier n'est pas, en soi, de nature à vicier la procédure, à moins qu'il ne soit démontré que, manquant à leur devoir de loyauté, ceux-ci n'aient distrait des éléments de nature à influer sur l'appréciation par la Commission des sanctions, puis le cas échéant par la juridiction de recours, du bien-fondé des griefs retenus* » (§ 58). La cour d'appel ajoute que le principe de loyauté impose aux enquêteurs « *de verser au dossier tous les éléments, à charge et à décharge, ayant contribué au déroulement de l'enquête et susceptibles d'éclairer les griefs notifiés* » (§ 58). Cette faculté de trier, dont un auteur a montré qu'elle répond à des préoccupations pratiques tenant à la confidentialité de certaines pièces et à la masse des documents recueillis[14], n'est pas pour autant sans danger pour assurer l'exercice des droits de la défense[15]. En effet, ce raisonnement « *impose aux personnes mises en cause de démontrer que la DESM a distrait du dossier transmis à la commission des sanctions des pièces de nature à influencer l'appréciation de cette dernière. Or comment le pourraient-elles si elles n'ont pas accès à ces pièces et ignorent en conséquence leur existence même ?* »[16].

6. Les enquêteurs se sont fait remettre volontairement, « *hors toute opération de visite et saisie, une copie (sur disques durs ou clés USB) du contenu des messageries électroniques professionnelles* » des trois dirigeants, de l'épouse de l'un d'eux et de la requérante elle-même (§ 59). Ils « *ont extrait de ces copies des courriels, qu'ils ont sélectionnés comme entrant utilement dans le champ de l'enquête, puis les ont consignés et versés au dossier d'enquête, tout en indiquant aux personnes concernées que seuls ces courriels ainsi copiés seront joints au rapport d'enquête, sauf requête complémentaire de leur part et, en outre, que les supports de messageries seront ensuite dé-*

7 J. Granotier, note préc. ; v. égal. F. Barrière, note sous Sanct. 24 janv. 2024, déc. préc.

8 CEDH, 5e sect., 9 avr. 2015, *A.T. c. Luxembourg*, n° 30460/13, *AJ pénal*, 2015, p. 380, obs. S. Lavric ; *RSC*, 2015, p. 736, note D. Roets ; v. Cass. com., 9 janv. 2019, n° 16-14.727, *BJS* avr. 2019, p. 16, note D. Bompoint et V. Ramonéda ; *RTD com.*, 2019, p. 445, note N. Rontchevsky ; *Rev. sociétés*, 2019, p. 338, note D. Schmidt ; Cass. com., 11 mai 2017, n° 15-22.173, *Dr. sociétés*, juill. 2017, n° 7, comm. 128, obs. R. Vabres ; Cass. com., 1er mars 2011, no 09-71.252 : *Rev. sociétés*, 2011, p. 575, note C. Arsouze.

9 H. Barbier, « *L'évolution du droit financier au contact des droits fondamentaux* » : *Mélanges offerts en l'honneur du professeur Michel Germain*, LGDJ-LexisNexis, 2015, p. 63.

10 Sur les raisons de l'exclusion du contradictoire au stade de l'enquête, v. N. Ida, *La preuve devant l'Autorité des marchés financiers*, préf. H. Barbier, Dalloz, 2022, n° 201, p. 285 ; v. égal., sur cette question, R. Vabres, « *Le pouvoir d'enquête de l'AMF face à la protection des droits fondamentaux* » : *RD Bancaire et fin.*, nov./déc. 2018, dossier 42, spéc. nos 10 et s.

11 V. not., Cass. com., 6 sept. 2011, n° 10-11.564, rappelant que « *(...) le respect de la contradiction, qui s'impose pleinement à compter de la notification des griefs, est une exigence de l'instruction et non de l'enquête, laquelle doit seulement être loyale afin de ne pas compromettre irrémédiablement les droits de la défense* » ; v. égal. N. Ida, « *Que reste-t-il de l'exigence de loyauté dans les enquêtes de l'AMF ?* » : *BJB*, mars 2024, n° BJB201r8.

12 V. par ex., Cass. com., 20 sept. 2011, n° 10-13.911, *Rev. sociétés*, 2012, p. 113, note A. Gaudemet.

13 CEDH, 30 juin 2011, *Messier c. France*, n° 25041/07, *BJB* 2011, p. 634, note N. Rontchevsky ; *Banque & Dr.*, juill./août 2011, p. 19, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet.

14 N. Ida, *La preuve devant l'Autorité des marchés financiers*, *op. cit.*, n° 217 et s. Il s'agit principalement de « *protéger les secrets* » et de « *rendre le dossier lisible* ».

15 E. Brochier, « *La loyauté de la preuve dans l'enquête AMF. Un principe affirmé, une mise en œuvre très limitée* » : *Procédures*, déc. 2015, dossier 17 ; V. égal. en ce sens, N. Ida, *op. cit.*, no 220 et s., p. 309 et s., et ses obs. sous l'arrêt. Du reste, l'auteur rappelle qu'une atteinte irrémédiable aux droits de la défense, lorsqu'elle est établie, peut entraîner l'annulation de l'entière procédure de sanction, et cite en ce sens CA Paris, 13 sept. 2012, n° 2011/17362.

16 V. sur ce point, not. A. Gaudemet, *Rev. sociétés*, 2012, p. 113, note sous Cass. com., 20 sept. 2011, arrêt préc.

truits par les services de l'AMF, comme le prévoit la charte des enquêtes, telle que mise à jour le 27 septembre 2021 » (§ 60). Madame R soutenait que cette sélection avait été « *extrêmement restrictive* », seuls dix-huit courriels échangés par les dirigeants ayant été retenus, et qu'elle l'avait privée de certains éléments à décharge de nature à établir que les programmes de liquidité avaient été mis en place à la demande des dirigeants et non pour satisfaire à une exigence de sa part (§ 36 et 40).

7. La réponse de la cour d'appel est avant tout factuelle et la méthode retenue mérite d'être soulignée. La cour d'appel procède elle-même à l'inventaire des annexes du rapport d'enquête. Elle relève que les annexes mentionnées par la requérante contiennent vingt courriels, et multiplie les éléments dans une analyse remarquablement exhaustive. Au total, les courriels des dirigeants joints au rapport « *s'élèvent à environ cent trente, et non à seulement dix-huit, comme le prétend à tort la requérante* », de sorte que la thèse d'une sélection extrêmement restrictive « *repose donc sur un postulat erroné* » (§ 69). La cour d'appel ajoute un argument tiré du comportement procédural de la requérante, qui s'était prévalue de nombreux courriels figurant dans ces annexes : « *Ayant précisément utilisé ces courriels dans l'exercice de ses droits de la défense, la requérante ne saurait en ignorer l'existence et démentir leur sélection par les enquêteurs comme faisant partie intégrante du rapport d'enquête* » (§ 70). Elle rappelle enfin que tous les courriels échangés pendant les périodes considérées « *ne sont pas nécessairement en rapport avec l'enquête et, partant, de nature à influer, à charge ou à décharge, sur l'appréciation du bien-fondé des griefs notifiés* » (§ 71). Dans ces conditions, la requérante n'apporte pas « *le moindre commencement de preuve d'un éventuel manquement des enquêteurs à leur devoir de loyauté du seul fait de cette sélection* » (§ 72).

8. Sur ce premier point, l'arrêt se situe dans la continuité de la jurisprudence qu'il cite et fournit une illustration supplémentaire d'un grief de déloyauté qui, lorsqu'il est invoqué sans élément précis à l'appui, n'est pour ainsi dire jamais accueilli[17]. L'on retiendra que la charge de la preuve d'une déloyauté pèse sur la personne mise en cause[18], ce qui est un motif de critique[19], et que la Cour ne répond à l'argument tiré d'une « *probatio diabolica* » (§ 43) qu'en constatant, au vu du dossier, que les pièces prétendument écartées y figuraient en réalité. La démarche consiste à vérifier ce que contient effectivement le dossier d'enquête, annexes des procès-verbaux comprises, avant d'apprécier si quelque chose en a été distrait. Elle suppose, du côté de la défense, un examen tout aussi minutieux de ces annexes, faute de quoi l'argument se retourne contre celui qui l'avance.

B. La destruction des supports de messagerie

9. La seconde critique était plus originale. Nul ne conteste que les supports de messagerie des dirigeants ont été détruits en l'espèce par les services de l'AMF, « *comme cela avait été annoncé dans les lettres précitées du directeur des enquêtes, du 19 octobre 2021, adressées aux dirigeants, comme à Mme [R], lesquelles font état d'un changement de pratique en ce sens, depuis la mise à jour, le 27 septembre de la même année, de la charte des enquêtes* » (§ 73). Selon la formule de ces lettres, reproduite dans la décision attaquée, les supports collectés « *sont désormais détruits par les services de l'AMF, dans un objectif de plus grande efficacité* » (§ 24). Le rapporteur de la Commission des sanctions a répondu au conseil de Mme [R], qui sollicitait la production des courriels des dirigeants non joints au rapport, « *ne pas être en mesure de répondre favorablement à cette demande, en raison de la destruction des supports de messageries des dirigeants et de son incapacité à y remédier, n'étant pas investi du pouvoir dont disposent les enquêteurs, en vertu de l'article L. 621-10 du code monétaire et financier, de se faire communiquer ces courriels par les dirigeants* » (§ 74). La Cour en déduit que la destruction est intervenue « *à tout le moins, avant l'expiration du délai imparti à Mme [R] pour répondre à la notification des griefs* », adressée le 26 juillet 2022 (§ 75). Madame R prétendait qu'en détruisant les messageries dès la mise à disposition du dossier, l'AMF avait privé de tout effet la jurisprudence autorisant les mis en cause, après la notification des griefs, à demander la communication de pièces identifiées dans la liste des pièces du dossier (§ 34 et 41).

10. La réponse de la cour d'appel, à ce sujet, est intéressante. Selon la décision, « *si cette destruction des supports de messagerie, au stade [de] la procédure de sanction, est susceptible de porter atteinte aux droits de la défense, en restreignant le droit d'accès de la personne mise en cause à l'entier dossier d'enquête, qui est inhérent à la phase contradictoire de la procédure (comme le prévoit l'article R. 621-38 du code monétaire et financier) et a vocation à s'exercer pleinement, sous réserve du respect, conformément au principe de proportionnalité, du droit à la vie privée ou de certains secrets légalement protégés, il importe néanmoins d'apprécier cette destruction in concreto, au regard des circonstances de l'espèce* » (§ 76). Deux enseignements peuvent en être tirés. Le premier est que la Cour n'avalise pas la pratique en elle-même. Elle admet qu'une telle destruction, lorsqu'elle intervient alors que la procédure de sanction est ouverte, est de nature à restreindre un droit d'accès au dossier qu'elle qualifie d'inhérent à la phase contradictoire. Le second est que cette atteinte potentielle ne vicie pas automatiquement la procédure. Il faut encore qu'elle ait produit, dans les circonstances de l'espèce, un effet sur les droits de la défense. Selon un auteur, la pratique issue de la charte de 2021 n'est admise qu'à la condition que le tri ait été achevé et le dossier constitué au moment où les supports disparaissent, une destruction prématurée de-

17 V. en ce sens, N. Ida, obs. préc., qui relève que l'affaire « *livre une nouvelle illustration du rejet quasi systématique du grief de déloyauté des enquêteurs de l'AMF* » et que ce grief est souvent invoqué « *de façon incantatoire* » par des mis en cause qui ne produisent aucun élément à son appui.

18 V. en ce sens, F. Barrière, note sous l'arrêt, préc., n° 17, qui souligne que la Cour maintient sur ce point la jurisprudence antérieure sans la modifier.

19 Cf. *supra*, n° 6 ; v. N. Ida, *La preuve devant l'Autorité des marchés financiers*, *op. cit.*, n^{os} 222 et 223.

meurant susceptible d'entraîner l'annulation[20]. Cette lecture démontre que la Cour a préféré l'effectivité des droits de la défense, appréciée au cas par cas, à leur protection formelle[21].

11. C'est à cette appréciation concrète que la Cour se livre ensuite, en reprenant les constatations opérées à propos de la sélection. Les quelque cent trente courriels des dirigeants annexés au rapport d'enquête « *continuent de faire partie du dossier d'enquête* », de sorte que « *la destruction des supports de messagerie n'a eu aucune incidence sur l'accès à ces nombreux courriels* » (§ 77). Quant aux courriels non sélectionnés, la Cour reprend l'idée selon laquelle ils « *ne sont pas nécessairement en rapport avec l'enquête* » et conclut que la destruction « *n'a donc pas, ipso facto, porté une atteinte irrémédiable à ses droits de la défense, s'agissant des autres courriels que l'ensemble de ceux sélectionnés et joints au rapport d'enquête, auxquels elle a eu accès et qui demeurent accessibles* » (§ 79). Le moyen est rejeté « *tant en ce qui concerne la sélection des courriels qu'en ce qui concerne la destruction des supports de messagerie* » (§ 81).

12. La solution appelle deux remarques. En premier lieu, on peut rester fortement réservé devant la pratique de la destruction. Les critiques formulées à l'égard de la sélection ne s'appliquent-elles pas, de plus fort, à cette éventualité ? De surcroît, en second lieu, l'articulation ainsi retenue laisse subsister une difficulté que l'arrêt n'avait certes pas à résoudre, mais qui finira par se poser tôt ou tard. La Cour réserve l'hypothèse d'une atteinte concrète aux droits de la défense. Or, une personne mise en cause qui soutient qu'un courriel à décharge figurait dans une messagerie détruite ne pourra plus le produire, et l'on perçoit mal comment elle établirait l'atteinte autrement que par des indices extérieurs, tels que la référence à ce courriel dans un autre document du dossier. La difficulté est d'autant plus sensible que le rapporteur, ainsi qu'il l'a lui-même indiqué, ne dispose pas du pouvoir de se faire communiquer à nouveau ces courriels (§ 74), et que c'est sur la personne mise en cause que pèse la charge d'établir l'incidence concrète de la destruction sur sa défense[22].

II - La collaboration à une manipulation de cours

13. En l'espèce, Madame R ne contestait pas « *l'existence d'un manquement de manipulation de cours, selon les quatre formes en cause, concernant les trois titres concernés* » (§ 82). Elle discutait l'imputabilité de ce manquement à son égard en soulevant deux moyens. Le premier portait sur l'interprétation des articles 12 et 15 du règlement MAR (A), le second sur son rôle personnel dans l'affaire (B).

A. L'importance du considérant 39

14. La décision attaquée avait retenu que les articles 12 et 15 du règlement MAR concernent toute personne 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 dudit règlement, les personnes qui y collaborent* » (§ 85). Selon la gérante de fonds condamnée par la Commission des sanctions, le considérant 39, « *rédigé au conditionnel et dépourvu de toute valeur normative* », ne permettrait pas de sanctionner des personnes qui ne commettent pas les actes visés par l'article 12, car « *un considérant ne peut aucunement ajouter des dispositions à un règlement* » (§ 87). En visant les « *personnes qui collaborent* », il ferait référence à la notion pénale de complicité (§ 88), que le législateur français n'aurait pas reprise à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier (§ 89), de sorte que la complicité de manipulation ne pourrait être poursuivie que devant le juge pénal (§ 90). La position de l'AMF était simple : le règlement MAR a « *élargi de manière significative le champ d'application des cas de manipulation de marché, ces derniers ne portant plus seulement sur le « fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres » (comme le prévoyait l'article 631-1 du RGAMF, anciennement applicable), mais portant, en outre, sur le fait d'adopter un « comportement »* » (§ 95).

15. Pour répondre à cette argumentation, la cour d'appel s'intéresse à la valeur juridique d'un considérant, en l'espèce du règlement MAR. Elle rappelle, en citant plusieurs arrêts de la Cour de justice, que les considérants, « *s'ils n'ont pas de valeur normative à eux seuls, (…) constituent néanmoins un outil d'interprétation des dispositions y figurant, dans la mesure où ils reflètent ces dispositions* » et qu'« *un considérant ne saurait être invoqué ni pour déroger aux dispositions mêmes de l'acte concerné, ni pour interpréter ces dispositions dans un sens manifestement contraire à leur libellé* » (§ 105). La question peut donc être reformulée ainsi. Il s'agit de savoir si le considérant 39, « *en faisant référence aux « personnes qui collaborent aux abus de marché », reflète les dispositions figurant en ses articles 12 et 15, ou, au contraire, méconnait leur portée, en leur conférant un sens manifestement contraire à leur libellé* » (§ 106). En d'autres termes, la demanderesse soutenait que le considérant ajoutait au règlement, tandis que la cour recherche si le règlement lui-même, par son article 12, ne couvre pas déjà l'hypothèse que le considérant se borne à illustrer.

16. Pour la Cour, la réponse repose sur le texte de l'article 12. Selon elle, cet article « *a élargi la portée de la notion de manipulation de marché, et partant de son interdiction, figurant en son article 15, en y incluant l'adoption de comportements autres que ceux consistant à effectuer une transaction ou à passer un ordre, qui étaient auparavant seuls interdits* » (§ 107). Dans ces conditions, « *le considérant 39 reflète clairement ces dispositions. Loin de contredire leur libellé, il vise, au contraire, à traduire et mettre en évidence cette avancée normative, résultant des seuls articles 12 et*

20 F. Barrière, note sous CA Paris, 11 juin 2026, préc., n° 52, selon lequel « *cette validation in concreto laisse toutefois ouverte la possibilité d'une annulation dans des hypothèses où la destruction interviendrait avant que les éléments pertinents n'aient été identifiés et versés au dossier* ».

21 V. en ce sens, F. Barrière, *ibid*., n° 15, pour qui l'approche *in concreto* « *s'inscrit dans une logique pragmatique qui privilégie l'effectivité des droits de la défense sur leur protection formelle* ».

22 F. Barrière, note sous l'arrêt, préc., n° 17.

15, en couvrant cette nouvelle catégorie de comportements prohibés et à l'étayer, en l'illustrant par des exemples non exhaustifs » (§ 108). Le considérant vise ainsi « *les personnes qui n'agissent pas directement sur le marché, en effectuant une transaction ou en passant un ordre, mais qui adoptent un comportement tout aussi répréhensible, en raison de leur concours actif à une manipulation de marché* » (§ 112). Les dispositions étant « *suffisamment claires et précises* », il n'y a pas lieu à renvoi préjudiciel (§ 113).

17. L'un des points les plus remarquables de l'arrêt se trouve dans la réponse apportée au moyen tiré de la légalité des délits et des peines. La Cour affirme que, « *contrairement à ce que prétend la requérante, en faisant référence aux « personnes qui collaborent à un abus de marché », le considérant 39 ne vise nullement des complices, a fortiori au sens du droit pénal français, la catégorie des comportements prohibés susvisés, à laquelle se rattache cette référence aux « personnes qui collaborent à un abus de marché », constituant une notion autonome vis-à-vis des catégories de droit pénal national* » (§ 111). Il en résulte que le collaborateur est sanctionné comme l'auteur de son propre comportement et non comme l'accessoire de la faute d'autrui[23], le règlement ignorant la distinction de l'auteur et du complice que connaît le droit pénal[24]. Le fondement retenu mérite d'être rapproché de celui de la décision attaquée. Du reste, la Commission des sanctions avait déjà répondu à l'objection tirée de la complicité en relevant que la distinction pénale de l'auteur et du complice n'a pas cours en matière de manquement administratif, toute personne ayant pris part au comportement manipulateur pouvant se voir imputer celui-ci[25]. La Cour ne reprend pas cette formulation et préfère rattacher la collaboration à la catégorie des comportements visés par l'article 12, en affirmant l'autonomie de cette catégorie à l'égard des qualifications nationales.

18. La solution est claire et son fondement textuel est solide, puisque l'expression « *adopter tout autre comportement* » figure effectivement à l'article 12. Elle n'en soulève pas moins quelques interrogations. La première tient à la structure de l'article 12, paragraphe 1, a), tel que reproduit par l'arrêt. Le comportement visé est celui « *qui : i) donne ou est susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier (…) ; ou ii) fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours* » (§ 100). Le texte semble donc exiger que le comportement produise lui-même, ou soit susceptible de produire lui-même, l'effet sur le marché. Dans le cas du collaborateur, cet effet est produit par la manipulation d'autrui, à laquelle il apporte son concours. L'arrêt évoque la notion de « *concours actif* » (§ 112), sans s'expliquer davantage sur la manière dont le comportement du collaborateur satisfait, à lui seul, aux conditions de l'article 12. Un commentateur propose de résoudre la difficulté en exigeant que le comportement du collaborateur prenne place dans l'enchaînement causal qui conduit à l'altération du cours, quand bien même il n'interviendrait pas lui-même sur le marché[26], ce qui revient à admettre que l'effet sur le cours peut être produit par l'intermédiaire d'autrui. Une deuxième interrogation porte sur le degré d'implication requis. La formule du « *concours actif, en connaissance de cause* » n'est pas nouvelle : la Commission des sanctions l'utilisait déjà pour imputer une manipulation à un courtier ayant exécuté les ordres de son client, et le Conseil d'État, dans sa décision du 13 octobre 2023 citée par l'AMF (§ 96), s'est contenté de relever que ce courtier avait rendu la manipulation matériellement possible alors qu'il ne pouvait raisonnablement en ignorer le caractère potentiellement manipulatoire[27]. Un auteur observe que les exemples donnés par le considérant 39, qui visent le courtier élaborant une stratégie ou le développeur d'un logiciel, paraissent supposer une implication plus forte que la simple exécution, et regrette, en raison de cette incertitude, que la Cour n'ait pas saisi la Cour de justice[28]. Une dernière interrogation concerne l'articulation entre la répression administrative et la répression pénale. En retenant une notion autonome, l'arrêt permet à l'AMF d'atteindre, sous la qualification de manipulation, des personnes qu'elle n'aurait pu atteindre sous celle de complicité, que la requérante réservait au juge pénal (§ 90). La sanction de la complicité cessant d'être un apanage du juge pénal, l'on peut penser que les affaires de ce type seront plus volontiers orientées vers l'AMF, ce qui ne ferme pas la voie pénale pour les schémas les plus graves[29]. L'extension est réelle et il faudra attendre d'autres décisions, dont certaines sont pendantes selon les observations de l'AMF (§ 96), pour en mesurer la portée exacte.

B. Le concours actif, en connaissance de cause

19. La caractérisation du rôle de la requérante dans la manipulation est intéressante[30]. La Cour se demande « *quel était le rôle exact de Mme [R] dans la manipulation de cours à laquelle il lui est reproché d'avoir collaboré par son concours*

23 V. en ce sens, F. Barrière, note sous l'arrêt, préc., n° 31 et 50, pour qui « *le collaborateur est sanctionné en tant qu'auteur de son propre comportement, et non en tant que complice du manipulateur principal* ».

24 V. en ce sens, N. Ida, obs. préc. : « *Le règlement MAR ne distingue donc pas l'auteur du complice comme le fait le droit pénal* ».

25 En ce sens, J. Granotier, note préc., pour qui le manquement administratif ne comporte aucune distinction entre l'auteur principal et le complice, de sorte que la collaboration, qui suppose un concours actif, rend le manquement pleinement imputable ; F. Barrière, note sous la décision attaquée, préc., qui résume la position de la Commission en indiquant que la personne qui a pris part à la manipulation s'en voit imputer le manquement, qu'elle en ait été le concepteur ou qu'elle ait seulement collaboré à son exécution.

26 F. Barrière, note sous l'arrêt, préc., n° 31, qui dégage trois critères de la collaboration : un concours actif, la connaissance du caractère manipulatoire du schéma et « *un comportement qui s'inscrit dans la chaîne causale de la manipulation, même sans intervention directe sur le marché* ».

27 AMF, Sanct., 4 août 2021, SAN-2021-14, spéc. n° 39 ; CE, 13 oct. 2023, no 457232, *BJB*, mars 2024, no BJB201r7, note J.-P. Pons-Henry et C. Chevreteau.

28 N. Ida, obs. préc., qui relève que le critère du « *concours actif* » a été « *dégagé de longue date par la commission des sanctions* », que le Conseil d'État l'a admis à l'égard d'un courtier s'étant contenté d'exécuter des ordres dont il n'ignorait pas le caractère potentiellement illicite, et que « *les illustrations données par le considérant 39 du règlement MAR semblent exiger un niveau d'implication plus élevé* », de sorte que « *l'incertitude entourant la notion de « collaboration » à un abus de marché conduit à regretter de plus fort l'absence de renvoi préjudiciel par la cour d'appel* ».

29 V. en ce sens, N. Ida, obs. préc., pour qui « *la voie de la répression pénale des abus de marché, qui permet la sanction de la complicité, perd ainsi l'une de ses spécificités* », ce qui pourrait favoriser l'« *aiguillage* » de ces affaires vers l'AMF.

30 Soulignons que la cour d'appel prend soin de préciser que « *la circonstance que le rapporteur désigné pour instruire le dossier a estimé, dans son rapport (page 111), exprimant ainsi son avis personnel, qu'il n'était pas démontré, au regard des éléments du dossier, que Mme [R] avait concouru activement à la réalisation des manipulations de cours, son rôle lui apparaissant limité à celui d'une apporteuse d'affaires, ne change rien à ce constat et n'a nullement affecté ses droits de la défense devant la Commission des sanctions* » (§155).

actif » (§ 157) et procède à un examen distinct pour chacun des trois titres en cause. La conclusion est formulée dans des termes identiques à trois reprises, en reprenant une formule que la Commission des sanctions avait elle-même forgée dans ses décisions antérieures[31] : les éléments relevés « *suffisent à établir* » que « *le rôle de Mme [R] n'était pas limité à celui d'une apporteuse d'affaires, mais que, par son comportement, en tant que professionnelle avertie des marchés financiers, elle a apporté un concours actif, en connaissance de cause, à la réalisation de la manipulation de cours, résultant de l'exécution du « market making program »* » (§ 162, 168 et 171). La ligne de partage entre l'apporteur d'affaires et le collaborateur se dessine à travers les éléments retenus pour chaque émetteur. L'intérêt de la décision est d'autant plus grand que la situation de la requérante était, parmi celles des personnes sanctionnées au titre de la collaboration, la plus éloignée du marché. L'autre collaborateur sanctionné par la Commission, dirigeant de la société ayant servi de « *trustee* », avait lui-même cédé des titres sur le marché et participé à l'organisation du démarchage, ce qui rendait son concours matériel plus aisé à établir[32]. La requérante, en revanche, n'avait pris part ni au flux vendeur ni au flux acheteur. Son cas est donc celui qui met le mieux à l'épreuve la notion de collaboration. Quoi qu'il en soit, les éléments retenus diffèrent en fonction des sociétés en cause et la lecture d'ensemble des motifs permet de dégager quelques indices à partir desquels la Cour caractérise la collaboration : l'intérêt économique au résultat (§ 159), la connaissance du mécanisme (§ 164 et 169) et le suivi des opérations après la mise en relation (§ 160, 164 et 166). Évidemment, « *l'intérêt financier à la bonne réalisation du programme de liquidité* »[33] est important. En somme, pour les apporteurs d'affaires et les intermédiaires, un enseignement semble se dégager. Le fait de présenter un émetteur à un tiers n'est pas répréhensible en soi, mais le seuil du concours actif est franchi dès lors que l'intermédiaire reste attentif à l'exécution du programme ou en tire une rémunération calculée sur ses résultats[34].

III - Quelques éléments autour de la sanction

20. L'un des intérêts de l'arrêt tient à la manière dont la gravité et la durée du manquement sont appréciées à l'égard d'une personne qui n'en est pas l'auteur direct. Madame R faisait valoir que « *les trois mises en relation avec M. [G] se sont déroulées sur une période extrêmement réduite* » (§ 177). La Cour répond que « *c'est à juste titre, en premier lieu, que la Commission des sanctions s'est fondée, pour apprécier la gravité du manquement, auquel elle a collaboré, sur la durée pendant laquelle le manquement s'est réalisé, de manière répétée, sur les trois titres concernés (…)* » (§ 189). Ensuite, la logique est celle de la collaboration. Dès lors que le manquement imputé est la manipulation elle-même, c'est la durée de cette manipulation qui en mesure la gravité. La Cour ajoute que « *le manquement présente un certain degré de sophistication* » et qu'il « *a revêtu une dimension internationale* » (§ 190), étant observé que la localisation à l'étranger de plusieurs intervenants et des investisseurs démarchés n'a fait obstacle ni à la compétence de l'AMF ni à la caractérisation du manquement, dès lors que les titres étaient négociés sur une plateforme française. Les pertes subies par les tiers sont, de la même manière, celles de l'ensemble du schéma (§ 191). D'ailleurs, le gain personnel de Madame R « *n'est pas négligeable, notamment au regard du chiffre d'affaires (…)* » de sa société (§ 192).

21. Quant à la question de la coopération, la Cour approuve la Commission d'avoir tenu compte des difficultés rencontrées au stade de l'enquête, la décision attaquée ayant relevé le refus de la requérante de se présenter lors de la première visite des enquêteurs et la suppression d'une quantité importante de ses courriels (§ 174). Elle précise que l'évolution positive de son niveau de coopération au cours de l'instruction n'est pas « *susceptible d'influer, à la baisse, le montant de la sanction infligée, un tel comportement n'allant pas au-delà de ce qui est normalement attendu d'une personne mise en cause, a fortiori d'une professionnelle avertie des marchés financiers* » (§ 193). Sur la situation financière, la Cour relève que la requérante justifiait d'un revenu fiscal de référence modeste, « *mais n'avait communiqué aucun élément pour justifier des autres sources de revenus ou de patrimoine qu'elle avait indiquées lors de son audition par le rapporteur* » (§ 194). Le montant est considéré « *proportionné et suffisamment dissuasif* » (§ 195).

22. L'arrêt du 11 juin 2026 apporte deux précisions utiles. En matière de procédure, il reconnaît que la destruction des supports de messagerie par les services de l'AMF peut porter atteinte aux droits de la défense, tout en subordonnant la sanction de cette atteinte à une appréciation concrète qui, en l'espèce, n'a pas tourné à l'avantage de la demanderesse. Sur le fond, il consacre la possibilité de sanctionner, sur le fondement des articles 12 et 15 du règlement MAR, une personne qui n'est intervenue sur le marché par aucune transaction ni aucun ordre, en rattachant sa collaboration à la catégorie des « *comportements* » visés par l'article 12. Les recours pendants contre d'autres décisions de la Commission des sanctions fondées sur le même considérant (§ 96) devraient permettre à la cour de continuer à préciser les contours de cette notion de collaboration, dont le présent arrêt constitue une intéressante formulation d'ensemble. ■

31 V. AMF, Sanct., 4 août 2021, SAN-2021-14.

32 J. Granotier, note préc., qui décrit l'intervention de ce dirigeant, lequel avait acquis des titres à prix décoté auprès de l'actionnaire de référence pour les revendre sur le marché selon les instructions de l'instigateur, tout en participant au démarchage des investisseurs, et qui observe que la situation de la requérante était différente, celle-ci n'ayant participé ni à l'organisation du flux vendeur ni à la création du flux acheteur ; dans le même sens, F. Barrière, note sous la décision attaquée, préc., qui distingue l'imputation fondée sur l'intermédiation dans les cessions de celle fondée sur le concours actif assorti d'un intérêt financier.

33 N. Ida, obs. préc.

34 V. en ce sens, F. Barrière, note sous l'arrêt, préc., n° 51, qui relève que « *la mise en relation entre un émetteur et un tiers proposant un programme d'amélioration de la liquidité ne constitue pas, en elle-même, un manquement* » et qui voit dans l'arrêt un signal adressé aux apporteurs d'affaires, intermédiaires et conseils en investissements.

Rubrique
CONTENTIEUX des OBLIGATIONS PROFESSIONNELLES

Le service d'investissement de placement non garanti, à la lumière de la jurisprudence récente de la commission des sanctions de l'AMF

Auteur(s)



Michel Storck
Professeur émérite de l'Université de Strasbourg

Un professionnel qui recherche, pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant et moyennant rémunération, des souscripteurs ou des acquéreurs pour des instruments financiers, sans lui garantir un montant de souscription, fournit le service d'investissement de placement non garanti[1]. Cette activité d'intermédiation a pris, ces dernières années, un relief particulier avec l'essor du financement des sociétés non cotées par appel à une base élargie d'investisseurs privés (*family offices*, investisseurs particuliers avertis, clubs d'investissement…).

Le service de placement non garanti, réservé aux prestataires de services d'investissement agréés, est structurellement fermé au statut de conseiller en investissements financiers (CIF). Toutefois il est fréquent que des intermédiaires financiers non agréés en tant que prestataires de services d'investissement (courtiers, apporteurs d'affaires, conseillers en investissements financiers notamment), dont l'activité les met en contact, d'un côté, avec des investisseurs et, de l'autre, avec des émetteurs non cotés en quête de financement, basculent d'une activité de conseil vers une activité de placement, dès lors que l'émetteur leur propose une rémunération assise sur le succès de la levée de fonds.

Le placement non garanti trouve sa source dans le droit de l'Union : la directive MIF 2 concernant les marchés d'instruments financiers range, au nombre des services d'investissement, le placement de titres avec ou sans engagement ferme[2]. Le Code monétaire et financier transpose cette liste aux articles L. 321-1 (services d'investissement), L. 321-2 (services connexes, dont le conseil en haut de bilan) et D. 321-1, qui en précise les définitions. La fourniture de ces services à titre de profession habituelle est subordonnée à un agrément de prestataire de services d'investissement, délivré sous le contrôle de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et de l'AMF[3]. Le statut de conseiller en investissements financiers obéit, quant à lui, à un ensemble de règles[4] qui en fixent les obligations professionnelles et qui habilitent principalement le CIF à exercer des activités de conseil, tout en lui permettant également, après une prestation de conseil, de recevoir des ordres aux fins de transmission dans les conditions et limites fixées par le règlement général de l'AMF, sans l'autoriser à fournir un service de placement. L'exercice non autorisé d'un service d'investissement engage la responsabilité disciplinaire du professionnel devant la commission des sanctions de l'AMF et, le cas échéant, sa responsabilité pénale au titre du délit de fourniture illégale d'un service d'investissement[5].

Le contentieux portant sur l'exercice d'une activité de placement sans agrément est fourni. La première sanction prononcée par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) à l'encontre d'un CIF pour exercice non autorisé d'un service de placement non garanti remonte au 28 octobre 2013[6], et la jurisprudence n'a cessé, depuis, d'en préciser les critères de qualification ainsi que la

1 Cf Précis Dalloz Droit bancaire. 5e éd., 2026, J. Lasserre Capdeville; M. Storck; M. Mignot; J.-Ph. Kovar; N. Eréséo, § 3058 et s.

2 Dir. 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID 2), art. 4, § 1, pt 2 et annexe I, section A, pts 6 et 7 ; transposée en droit interne par l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 et le décret n° 2016-1683 du 5 décembre 2016.

3 C. mon. fin., art. L. 531-1 et s. et L. 532-1 et s. (agrément des prestataires de services d'investissement).

4 C. mon. fin., art. L. 541-1 à L. 541-9 et articles 325-1 à 325-32 du règlement général de l'AMF.

5 C. mon. fin., art. L. 621-15 (pouvoir de sanction de la commission des sanctions de l'AMF) et art. L. 573-1 et s. (délit de fourniture illégale d'un service d'investissement).

6 AMF, déc. sanct., 28 oct. 2013, SAN-2013-23, Sté X : BJB janv. 2014, n° 110z2, p. 19, note J. Herbet ; la commission a réitéré cette qualification quelques semaines plus tard à l'encontre d'une autre société : AMF, déc. sanct., 4 déc. 2013, Sté X, BJB févr. 2014, n° 111b4, note J. Herbet.

frontière avec des activités voisines et licites. La commission a ainsi sanctionné, le 20 mai 2015, la société Eliaxis Conseil et son dirigeant[7], avant de poser, dans sa décision *Finance Utile* du 20 décembre 2017, les bases de la définition tripartite du service[8], puis de sanctionner, le 2 mai 2018, la société X Conseils et Patrimoines et son dirigeant[9], puis de synthétiser cette grille d'analyse, le 13 juin 2019, dans sa décision *Infinitis* en une triple condition cumulative[10]. Le 26 juin 2020, elle a sanctionné la société Cérès Finance[11], décision que le Conseil d'État a confirmée l'année suivante en consacrant l'incompatibilité de principe entre le service de placement et le statut de CIF[12]. La commission a poursuivi cette œuvre de systématisation en sanctionnant, le 30 novembre 2021, la société Acadian Advisors & Associates et son dirigeant[13], puis, le 19 décembre 2023, la société Séquence 13 et son dirigeant[14], le Conseil d'État précisant, le 9 septembre 2024, les conséquences de cette incompatibilité sur la caractérisation des manquements connexes, au premier rang desquels la prévention des conflits d'intérêts[15]. La commission a, plus récemment, écarté la qualification, le 31 décembre 2025, à l'égard d'une société de gestion de portefeuille agissant en qualité d'agent lié d'un prestataire de services d'investissement[16], avant de rendre, le 21 juillet 2026, une nouvelle décision qui applique, avec un soin méthodologique particulier, les conditions de qualification du placement non garanti[17].

Pour proposer une synthèse actualisée du contentieux portant sur l'exercice par un CIF du placement non garanti, il convient de revenir sur la notion même de placement non garanti (I), avant d'examiner son incompatibilité structurelle avec le statut de conseiller en investissements financiers (II), et enfin de tracer la frontière qui le sépare du conseil en haut de bilan, activité libre d'exercice (III).

I - La notion de placement non garanti

A. Définition légale

Le Code monétaire et financier range, parmi les services d'investissement énumérés à l'article L. 321-1, trois services d'« *intermédiation aux fins de placement* » : le placement non garanti (7°), la prise ferme (6-1°) et le placement garanti (6-2°). Constitue le service de placement non garanti « *le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers […] sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition* »[18]. Il se distingue du placement garanti par l'absence d'engagement du professionnel de souscrire lui-même les titres non placés, et de la prise ferme par sa nature de mandat (le placeur agit pour le compte de l'émetteur, sans transfert de propriété à son profit), quand la prise ferme repose sur deux contrats successifs, de souscription puis de revente, emportant un tel transfert[19].

Chacun de ces trois services se caractérise par la réunion de deux conditions cumulatives : l'existence d'un service rendu à un émetteur ou à un cédant, d'une part, la recherche directe ou indirecte de souscripteurs ou d'acquéreurs, d'autre part, cette seconde condition n'étant que la résultante de la première[20]. Si l'une ou l'autre de ces conditions fait défaut, il n'y a pas de service de placement : ainsi le distributeur de produits d'épargne ne rend, en principe, aucun service à l'émetteur et échappe, à ce titre, à la qualification.

B. Les critères jurisprudentiels de qualification : une grille tripartite

La jurisprudence a affiné ce cadre légal en dégageant des critères d'application plus opérationnels. La chambre commerciale de la Cour de cassation a ainsi retenu, dans un arrêt de principe, trois éléments de qualification : l'accomplissement de l'opération pour le compte de l'émetteur, qui donne mandat au commercialisateur de collecter des fonds ; une recherche « *active* » de souscripteurs ; une rémunération proportionnelle au montant placé[21]. La commission des sanctions de l'AMF a, de son côté, synthétisé ces éléments en une grille tripartite désormais bien établie : la recherche de souscripteurs ou d'acquéreurs d'instruments financiers, résultant d'une activité de prospection, d'identification ou de sollicitation ; le fait que cette recherche intervienne pour le compte de l'émetteur ou du cédant ; l'absence de garantie apportée à ce dernier quant

7 AMF, déc. sanct., 20 mai 2015, *Eliaxis Conseil, FIPAC Consultant* e.a. : BJB oct. 2015, n° 112v0, p. 438, note B. de Saint Mars.

8 AMF, déc., 20 déc. 2017, n° 16, *Sté Finance Utile* : BJB janv. 2018, n° 117f4, note J. Herbet — décision présentée comme fondatrice de la définition tripartite du placement non garanti.

9 AMF, déc., 2 mai 2018, n° 4, SAN-2018-05, *Sté X Conseils et Patrimoines et M. X* : BJB sept. 2018, n° 117s4, note J.-J. Daigre.

10 AMF, déc. sanct., 13 juin 2019, n° 7, SAN-2019-07, *Sté Infinitis* : BJB sept. 2019, n° 118q2, note M. Storck.

11 AMF, déc., 26 juin 2020, n° 4, SAN-2020-05, *Sté Cérès Finance et M. B.*

12 CE, ch. réunies, 4 oct. 2021, n° 442569, *Sté Cérès Finance et M. B.*

13 AMF, déc. sanct., 30 nov. 2021, n° 16, SAN-2021-17, *Acadian Advisors & Associates et M. A.* : BJB janv. 2022, n° 200m9, note J. Herbet.

14 AMF, déc. sanct., 19 déc. 2023, n° 22-16, SAN-2023-17, *Séquence 13 et M. Jean-Louis Lehmann*: BJB janv. 2024, n° 201p9, note J. Herbet.

15 CE, 9 sept. 2024, n° 464877.

16 AMF, déc., 31 déc. 2025, n° SAN-2026-01, *M Capital Partners* : note E. Bouretz, BJB mars 2026, n° 202o9 ; note M. Roussille, BJB, mai 2026 n° 202q3 ; recours pendant devant le Conseil d'État.

17 AMF, comm. sanct., 21 juill. 2026, n° SAN-2026-07 (décision n° 6, procédure n° 25-05), *Sté Financière Fonds Privés, M. Pierre-Michel Deléglise et M. Thierry de Chambure*.

18 C. mon. fin., art. L. 321-1, 7° et art. D. 321-1, 7°.

19 C. mon. fin., art. L. 321-1 et D. 321-1, 6-1° et 6-2°; sur la distinction avec la prise ferme, Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492, *Sté Biophytis c/ Sté Negma Group Ltd*, BJB sept. 2025, n° BJB202j4, note C. Granier. L'arrêt juge que le défaut d'agrément n'emporte pas la nullité du contrat, mais peut engager la responsabilité civile en présence d'un préjudice personnel et direct ; la qualification de prise ferme peut dépendre des conditions d'exécution du contrat.

20 M. Storck, *« Prestataires de services d'investissement. Caractéristiques. Conditions d'accès. Réglementation et contrôle »*, JCl. Droit bancaire et financier, fasc. 1540, LexisNexis, 12 avr. 2026, § 21 ; T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, Droit financier, LGDJ, §§ 939-941 ; AMF, position DOC-2012-08 et ACP, position n° 2012-P-02, 16 juill. 2012, *« Placement et commercialisation d'instruments financiers »*.

21 Cass. com., 18 mars 2014, n° 13-11.591, BJB 2014, n° 7-08, p. 348, note I. Riassetto.

à un montant minimal de souscription ou d'acquisition[22]. La commission des sanctions retient, de façon générale, un seuil de caractérisation singulièrement bas. L'existence d'un mandat conclu avec l'émetteur et d'une rémunération liée au succès de l'opération constitue un faisceau d'indices particulièrement significatif, mais ne dispense pas de caractériser une démarche de recherche, directe ou indirecte, de souscripteurs accomplie pour le compte de l'émetteur ou du cédant. Il n'est toutefois pas nécessaire d'établir que l'ensemble de la clientèle ait été sollicité ni que des souscriptions aient effectivement été recueillies[23]. La commission n'a ainsi guère hésité, dans une série de décisions, à requalifier la réalité de prestations facturées sous des intitulés neutres (« *assistance dans le montage financier et juridique* », « *accompagnement pour la levée de fonds* »), dès lors que le montant facturé se révélait corrélé au montant des fonds levés[24], et a pu retenir le manquement alors même que l'intermédiaire se prévalait d'avoir également fourni, aux mêmes clients, un conseil en investissement sur les titres litigieux, ces deux prestations n'étant pas exclusives l'une de l'autre[25]. Cette sévérité de principe n'est toutefois pas sans tempérament : la commission a ainsi pu écarter la qualification lorsque l'engagement de l'intermédiaire ne portait, en réalité, que sur une fraction très inférieure à la taille de l'émission concernée, jugeant qu'en l'absence d'engagement direct ou indirect à l'égard de l'émetteur lui-même, le grief de placement non garanti devait être écarté[26]. Elle a de même écarté cette qualification à l'égard d'un CIF dont l'activité se limitait au référencement de produits financiers sur une plateforme électronique en vue de leur souscription par la clientèle de ses adhérents, une telle prestation, purement administrative et à faible valeur ajoutée, ne caractérisant pas la recherche active de souscripteurs qu'exige le texte[27].

La qualification a été retenue quel que soit le support juridique choisi par les parties pour organiser leur relation, qu'il s'agisse d'un contrat de conseil en investissements financiers, d'une convention d'apporteur d'affaires, ou d'une lettre de mission d'accompagnement à la levée de fonds, dès lors qu'une recherche de souscripteurs pour le compte de l'émetteur était caractérisée, la corrélation de la rémunération aux montants collectés constituant un indice important, mais non un critère autonome et suffisant. La commission a de façon constante rappelé que la qualification retenue par les parties dans leurs documents contractuels est sans incidence sur l'analyse objective de la nature du service effectivement rendu.

II - Une activité structurellement fermée au conseiller en investissements financiers

A. Les limites légales du statut de CIF

Le statut de conseiller en investissements financiers, créé par la loi de sécurité financière du 1er août 2003, autorise ceux qui l'endossent à exercer, à titre de profession habituelle, une activité de conseil portant notamment sur la fourniture de services d'investissement. Ce statut, d'accès moins rigoureux qu'un agrément de prestataire de services d'investissement (PSI), ne confère cependant qu'un droit de conseiller. Les activités relevant du statut de CIF sont énumérées à l'article L. 541-1 du Code monétaire et financier : le conseil en investissement, le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement et le conseil portant sur les biens divers. Le CIF peut aussi exercer d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine et, après avoir fourni une prestation de conseil, recevoir des ordres aux fins de transmission dans les conditions et limites fixées par le règlement général de l'AMF, notamment pour des parts ou actions d'organismes de placement collectif[28]. Le service de placement, garanti ou non garanti, ne figure pas parmi ces activités : le CIF qui, sous couvert de conseil, recherche en réalité des souscripteurs pour le compte d'un émetteur outrepasse ainsi les limites de son statut et méconnaît l'obligation, qui lui incombe, d'exercer son activité dans les limites autorisées par ce statut. Cette incompatibilité tient à la nature même des deux activités : l'action déterminante dans l'intérêt du client investisseur, qui est au cœur de la mission du CIF, ne se conçoit guère avec celle, tournée vers l'émetteur, que suppose le service de placement[29].

B. La consécration jurisprudentielle

Saisi d'un pourvoi contre la décision ayant sanctionné un CIF pour avoir recherché, moyennant rémunération, des souscripteurs pour le compte de sociétés émettrices non cotées, le Conseil d'État, statuant en chambres réunies, a jugé que si les conseillers en investissements financiers peuvent exercer une activité de conseil portant sur la fourniture de services d'investissement, ils ne peuvent fournir de tels services, et que la fourniture d'un service de placement non garanti ne relève pas du champ d'activité d'un CIF[30]. Cette incompatibilité forme le socle de ce contentieux. Le Conseil d'État en a fait, trois ans plus tard, une application qui en précise les conséquences sur le terrain de la caractérisation des manquements connexes. L'exercice hors statut du placement non

22 AMF, déc. sanct., 13 juin 2019, n° 7, SAN-2019-07, *Sté Infinitis*, préc.

23 AMF, déc. sanct., 30 nov. 2021, n° 16, SAN-2021-17, *Acadian Advisors & Associates et M. A., préc.* ; AMF, déc. sanct., 19 déc. 2023, n° 16, Séquence 13, préc.

24 AMF, déc., 20 déc. 2017, n° 16, *Sté Finance Utile, préc.* ; AMF, déc. sanct., 20 mai 2015, Eliaxis Conseil e.a., préc.

25 AMF, déc., 2 mai 2018, n° 4, SAN-2018-05, *Sté X Conseils et Patrimoines et M. X, préc.*

26 AMF, déc. sanct., 4 déc. 2013, *Sté X, préc.* : « *les engagements de la société X n'ont porté que sur les souscriptions obtenues auprès de ses propres clients, au demeurant très inférieurs aux tailles des émissions correspondantes ; qu'en l'absence d'engagement direct ou indirect de la société X à l'égard de l'émetteur des EMTN, le grief tiré de l'exercice de l'activité de placement non garanti […] doit être écarté* ».

27 AMF, déc. sanct., 13 juin 2019, n° 7, SAN-2019-07, *Sté Infinitis*, préc., pt n° 33 : le référencement de produits financiers sur une plateforme électronique, en vue de leur souscription par la clientèle des adhérents du CIF, s'analyse en *« une prestation de nature purement administrative au demeurant à faible valeur ajoutée »*, de sorte que le critère de la recherche de souscripteurs n'est pas satisfait.

28 C. mon. fin., art. L. 541-1, I, 1°, 3° et 4°, et II ; RGAMF, art. 325-32.

29 Cf Précis Dalloz Droit bancaire, préc., § 3061.

30 CE, ch. réunies, 4 oct. 2021, n° 442569, *Sté Cérès Finance et M. B., préc.*, confirmant AMF, déc., 26 juin 2020, n° 4, SAN-2020-05, préc. En l'espèce, la société Cérès Finance, immatriculée en qualité de CIF, avait recherché, entre le 1er juillet 2015 et le 27 décembre 2016, des souscripteurs pour deux produits qualifiés d'instruments financiers (*« L'Escale Fort de France »* et *« Acacia Location »*), moyennant une rémunération assise sur cette activité.

garanti n'est pas seulement, pour le CIF, un manquement autonome à l'obligation d'exercer son activité dans les limites de son statut ; il rejaillit, par la création d'un risque non couvert par l'organisation professionnelle du CIF, sur la caractérisation d'autres manquements, au premier rang desquels celui tenant à la prévention des conflits d'intérêts[31].

La jurisprudence de la commission des sanctions consacre cette incompatibilité structurelle. La décision la plus récente, rendue le 21 juillet 2026 à l'encontre d'un CIF et de ses deux dirigeants, en offre une nouvelle illustration : la commission y caractérise l'exercice d'un service de placement non garanti par un CIF ayant développé, à travers plusieurs opérations de financement de sociétés non cotées, une double clientèle d'investisseurs particuliers et d'émetteurs en quête de fonds, moyennant une rémunération corrélée aux montants levés. Cette décision présente un intérêt particulier en ce que le grief de placement non garanti y est cumulé avec plusieurs manquements touchant au cœur de l'activité de conseil aux investisseurs elle-même : présentation indue du conseil comme indépendant, absence de déclaration d'adéquation, défaut d'information précontractuelle sur les coûts et les rémunérations d'apporteurs d'affaires. Ce cumul illustre un phénomène plus général, déjà observé dans des espèces antérieures : l'exercice irrégulier d'un service d'investissement réservé n'est, le plus souvent, que le symptôme le plus visible d'un modèle économique dans lequel le professionnel a cessé de servir, en priorité, les intérêts de ses clients investisseurs, au profit d'une rémunération assise sur le succès des levées de fonds réalisées pour le compte des émetteurs. La conclusion avec l'émetteur d'une convention d'apporteur d'affaires comportant une obligation de recherche d'investisseurs, notamment sous la forme d'une clause de « *meilleurs efforts* », ainsi que la perception d'une commission liée au succès de la souscription constituent des indices importants. Ils doivent néanmoins être replacés dans un faisceau d'éléments permettant d'établir une recherche de souscripteurs effectuée pour le compte de l'émetteur. Ce risque de requalification apparaît notamment dans le financement immobilier, le capital-investissement et les tours de table privés lorsque le CIF sollicite des investisseurs pour des titres déterminés et reçoit une rémunération de l'émetteur. Trois dossiers ont d'ailleurs été réglés, entre 2022 et 2024, par la voie de l'accord de composition administrative plutôt que par une décision de sanction, moyennant le versement au Trésor public de sommes comprises entre 90 000 et 175 000 €, signe que cette voie transactionnelle gagne, elle aussi, ce contentieux, quand bien même ces accords ne vaudraient pas, selon leurs termes mêmes, reconnaissance de culpabilité[32].

L'exercice non autorisé d'un service d'investissement n'expose pas seulement son auteur à une sanction disciplinaire prononcée par la commission des sanctions : il constitue, en outre, le délit de fourniture illégale de services d'investissement[33]. La chambre criminelle de la Cour de cassation a eu l'occasion d'en préciser les contours, notamment quant à la notion d'habitude qui conditionne la caractérisation du délit lorsque le service est fourni à des tiers. Elle a jugé qu'une opération unique de démarchage, même accomplie auprès de plusieurs investisseurs pour un client unique en exécution d'un mandat unique, ne suffit pas à caractériser l'exercice à titre de profession habituelle[34]. Ce dédoublement de la sanction, disciplinaire et pénale, achève de souligner le caractère structurellement réservé du service de placement, quel que soit le statut sous le couvert duquel il est exercé.

III - La frontière avec le conseil en haut de bilan

Le conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises, dit « *conseil en haut de bilan* », relève de la catégorie des services connexes aux services d'investissement : la fourniture de ce service est libre et ne requiert ni agrément ni statut[35]. De nombreux CIF exercent, à titre accessoire ou principal, une telle activité[36].

La distinction du placement non garanti et du conseil en haut de bilan, source d'insécurité juridique, a fait l'objet d'une clarification par une position commune de l'AMF et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), initialement publiée en 2018[37]. La version AMF DOC-2018-03 est applicable depuis le 13 février 2024 ; la position correspondante de l'ACPR, référencée 2024-P-01 et datée du 28 juin 2024, a été mise à jour le 3 janvier 2025. Ces textes demeurent à ce jour la doctrine de référence des deux autorités[38].

A. Objectif patrimonial ou entrepreneurial du client

Cette position invite, en premier lieu, à qualifier le conseil au regard de l'objectif poursuivi par le client. Lorsque celui-ci sollicite un accompagnement pour réaliser un projet entrepreneurial et industriel, tel que le financement du développement de son entreprise, une opération de croissance externe ou la cession ou l'acquisition d'une branche d'activité, la prestation relève du conseil en haut de bilan. Lorsqu'il recherche un conseil pour gérer son patrimoine financier, notamment pour se constituer une épargne, obtenir un rendement régulier ou se couvrir contre un risque, la prestation relève du

31 CE, 9 sept. 2024, n° 464877, préc.

32 AMF, accord comp. adm., 16 nov. 2022, TRA-2023-01, publié le 23 mars 2023 ; AMF, accord comp. adm., 10 oct. 2023, TRA-2024-01, publié le 22 janv. 2024 ; AMF, accord comp. adm., 9 oct. 2024, TRA-2025-07, Sté Karot, publié le 10 févr. 2025.

33 C. mon. fin., art. L. 573-1 et L. 573-7.

34 Cass. crim., 13 juin 2019, n° 17-82.470, Bull. crim. 2019, n° 110; cf. J. Herbet et T. Le Meur, *« Fourniture illégale d'un service d'investissement à des tiers : la Cour de cassation clarifie les contours du délit et la notion d'habitude »*, BJB, sept. 2019 n° 118q0.

35 C. mon. fin., art. L. 321-2, 3° et art. L. 531-1, al. 2.

36 AMF, *« Les données d'activité 2015 des conseillers en investissements financiers »*, févr. 2017 : environ 10 % des CIF déclarés exercent une activité exclusive de conseil en haut de bilan.

37 AMF, position DOC-2018-03 et ACPR, position 2018-P-01, 14 mars 2018, à la suite d'une consultation publique menée du 3 janv. au 28 févr. 2017 ; P. Arestan, « *La délimitation des frontières entre le service connexe de conseil en opérations de haut de bilan et les services de conseil en investissement et de placement non garanti* », BJB juill. 2018, n° 117s0.

38 AMF, position DOC-2018-03 (applicable depuis le 13 févr. 2024) et ACPR, position 2024-P-01 du 28 juin 2024 (mise à jour 3 janv. 2025), « *Placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises* ».

conseil en investissement. Si les deux finalités se mêlent, la qualification suppose une appréciation concrète de la mission et des diligences accomplies par le professionnel[39].

B. Quatre critères d'appréciation *in concreto*

La position commune propose, en second lieu, quatre critères d'appréciation *in concreto* de la nature de la prestation : la nature des diligences mises en œuvre pour cerner le besoin du client ; celles mises en œuvre pour y répondre : recherche de contreparties négociées, pour le conseil en haut de bilan ou recherche de souscripteurs pour des instruments financiers aux caractéristiques déjà déterminées par l'émetteur, pour le placement ; l'existence d'une négociation bi- ou multilatérale sur les termes de l'opération ; l'intensité de l'*intuitu personae*, fort en matière de haut de bilan, généralement moindre dans le placement, où l'objectif premier est de faire souscrire le plus grand nombre de titres par des investisseurs sans vocation à s'immiscer dans la gestion de la société[40]. La position commune retient ainsi une distinction essentielle rattachée à la modalité de négociation des instruments : relèvent du conseil en haut de bilan les opérations donnant lieu à des partenariats structurés et négociés individuellement entre le client et sa contrepartie, alors que le placement non garanti se caractérise par la recherche de souscripteurs pour des titres dont les caractéristiques sont fixées unilatéralement par l'émetteur et simplement proposées aux investisseurs[41].

Cette grille laisse subsister une marge d'appréciation dont la jurisprudence la plus récente donne à voir toute l'ampleur. Statuant en matière de responsabilité civile, le tribunal des activités économiques de Paris a jugé, le 3 juillet 2026, à propos d'un CIF poursuivi par ses clients pour avoir exercé une activité de placement non garanti, que l'existence d'une convention d'apporteur d'affaires, combinée à la circonstance que le mandat de recherche liant l'intermédiaire à ses clients avait été préparé par l'émetteur lui-même, ne suffisait pas à qualifier l'activité de placement non garanti, ni, partant, à engager la responsabilité délictuelle de l'intermédiaire à ce titre[42]. Cette réticence du juge civil à retenir la qualification à partir des mêmes indices contractuels que ceux sur lesquels s'appuie, en matière disciplinaire, la commission des sanctions, confirme que la qualification de placement non garanti, loin d'être automatique, demeure tributaire d'une appréciation *in concreto* propre à chaque juge et à chaque contentieux. ■

39 Position 2024-P-01, pt 2.2.

40 Position 2024-P-01, pts 2.2 ; comp., pour une présentation synthétique du critère de la négociabilité, T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani, R. Vabres, Droit financier, préc., § 941.

41 Position 2024-P-01, pt 2.2.

42 T. activ. écon. Paris, ch. 1-9, 3 juill. 2026, n° 2025027749, *Carrera Capital Invest et M. V. c/ Sté Patrimium Conseil et MMA IARD*.

Rétrocessions de commission et frais, les sociétés de gestion à l'épreuve d'un encadrement renforcé

Auteur(s)



Quentin Vreulx
Avocat au barreau de Paris

Points clés. Par sa décision *Uzès Gestion* du 20 juillet 2026, la Commission des sanctions de l'AMF poursuit le renforcement de l'encadrement des rétrocessions de commissions versées par les sociétés de gestion à leurs distributeurs. Au-delà des exigences d'information préalable des investisseurs, l'interprétation extensive du régime des incitations retenue par la Commission conduit à placer les sociétés de gestion dans une position de véritables superviseurs de leurs réseaux de distribution, tenues de contrôler l'amélioration de la qualité du service rendu aux investisseurs en contrepartie des rémunérations versées. Cette évolution soulève de nombreuses questions juridiques et opérationnelles, tenant notamment à l'étendue des diligences attendues des sociétés de gestion, aux moyens dont elles disposent pour les accomplir et aux modalités de contrôle susceptibles d'être admises. Autant d'interrogations auxquelles la doctrine actuellement en préparation par l'AMF devra apporter des réponses. Ces clarifications pourraient toutefois n'avoir qu'une portée transitoire, alors que la directive Omnibus élaborée dans le cadre de la *Retail Investment Strategy* (RIS), qui devrait renforcer encore le régime des incitations, devrait être prochainement adoptée par le Parlement européen[1].

1. La décision rendue le 20 juillet 2026 par la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») à l'égard de la société Uzès Gestion constitue un nouvel épisode de la saga jurisprudentielle relative à l'encadrement des rémunérations et avantages, plus communément désignés sous le terme d'« incitations » ou « *inducements* », dans le cadre de la distribution des organismes de placement collectif.

Amorcé par la décision *Eres Gestion* du 26 juillet 2023[2], ce mouvement jurisprudentiel[3] n'a pas manqué de susciter de légitimes interrogations parmi les professionnels de la gestion d'actifs, et s'est progressivement affirmé à travers les décisions *Eternam* du 9 septembre 2025[4], *Altaroc Partners* du 15 septembre 2025[5] et *Novaxia Investissement* du 10 décembre 2025[6], auxquelles s'ajoutent plusieurs accords de composition administrative[7].

2. Il faut dire que le modèle de rémunération en cause (dit *commission-based*), dans lequel la société de gestion rémunère les distributeurs de ses fonds au moyen de rétrocessions, le plus souvent prélevées sur les commissions de gestion supportées par les investisseurs – par opposition au modèle *fee-based*, reposant sur une rémunération directe du distributeur par l'investisseur[8] – est largement répandu en France et dans l'Union européenne. Selon un rapport de l'ESMA du 6 novembre 2025, les rétrocessions versées aux distributeurs représentent, en moyenne, 45 % des frais courants des OPCVM et 34 % de ceux des FIA[9].

Et si certains États membres, comme les Pays-Bas, ont largement interdit les rétrocessions pour les produits destinés à une clientèle non professionnelle quel que soit le service rendu au client[10], ce modèle alternatif demeure minoritaire en Europe.

L'on comprend donc mieux pourquoi les décisions du régulateur relatives aux conditions de versement de ces rémunérations peuvent susciter de vives interrogations, tant ses répercussions potentielles sur l'équilibre économique du secteur sont importantes. À cela, il faut ajouter le fait que les décisions de la Commission des sanctions, si elles permettent d'identifier les pratiques jugées non conformes, ne précisent pas toujours les diligences permettant de satisfaire aux exigences réglementaires.

3. C'est précisément pour répondre à ces incertitudes que les services de l'AMF ont engagé des échanges avec les associa-

1 L'auteur remercie chaleureusement Thomas Le Meur pour sa relecture précieuse.

2 AMF, sanct., 26 juill. 2023, SAN-2023-07, *Eres Gestion*.

3 V. déjà sur ce sujet : Q. VREULX, T. LE MEUR, « La preuve de l'amélioration du service fourni par les distributeurs, nouvel enjeu pour les sociétés de gestion ? », accessible ici.

4 AMF, sanct., 9 sept. 2025, SAN-2025-08, *Eternam*.

5 AMF, sanct., 15 sept. 2025, SAN-2025-09, *Altaroc Partners* (non-définitive).

6 AMF, sanct., 10 déc. 2025, SAN-2025-11, *Novaxia Investissement* (non-définitive). L'auteur précise qu'il est intervenu en tant que conseil dans le cadre de cette affaire.

7 V. not. AMF, comp., 26 juin 2025, TRA-2025-12, *MNK Partners* ; AMF, comp., 12 nov. 2025, TRA-2026-01, *Caisse d'Épargne et de Prévoyance Île-de-France*.

8 Pour une analyse comparative des modèles de rémunération des distributeurs, v. KPMG, *Commission-based remuneration vs. Fee-based remuneration: Is there a better model for retail investors ?*, nov. 2021. L'étude examine les avantages et les limites de ces deux modèles, notamment au regard du coût de la distribution, de l'accès des investisseurs au conseil et de la prévention des conflits d'intérêts.

9 ESMA, *Report on total costs of investing in UCITS and AIFs*, ESMA50-1949966494-3918, 6 nov. 2025, spéc. p. 5 et 8.

10 À ce stade, il convient de souligner qu'en application du régime issu de la directive MiFID 2, les rétrocessions sont déjà interdites en France (sauf à la reverser aux clients) lorsqu'elles sont versées à l'occasion de la prestation des services de gestion sous mandat (L. 533-12-3 du CMF), et de conseil indépendant (cf. L. 533-12-2 du CMF). Elles sont autorisées pour tous les autres services d'investissement.

tions de Place, en vue de faire évoluer la doctrine applicable[11]. La démarche mérite d'être soulignée : en dépit de la place centrale des rétrocessions dans la distribution des fonds, les modalités pratiques permettant de satisfaire aux conditions de leur licéité, du point de vue de la société de gestion, n'ont jusqu'à présent fait l'objet que de précisions doctrinales limitées.

La décision *Uzès Gestion* intervient ainsi à un moment charnière, entre clarifications jurisprudentielles et doctrinales. Sans toutefois bouleverser l'état de la jurisprudence, elle en confirme les orientations initiées dans les décisions précitées et met en lumière les difficultés opérationnelles auxquelles sont confrontées les sociétés de gestion, progressivement placées dans une position de contrôleurs de leurs propres réseaux de distribution.

4. Pour en mesurer la portée, quelques rappels réglementaires s'imposent pour le lecteur qui n'aurait pas à l'esprit le cadre applicable.

S'agissant des fonds d'investissement alternatifs (FIA), l'article 24 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 du 19 décembre 2012 (ci-après le « RD AIFM ») pose un principe d'interdiction des rémunérations, commissions et avantages versés ou perçus par un gestionnaire en lien avec les activités de gestion du fonds, sous réserve des exceptions qu'il prévoit.

Son paragraphe 1, b), autorise ainsi les rémunérations versées à un tiers ou perçues de celui-ci, à deux conditions cumulatives :

> d'une part, que les investisseurs aient été préalablement informés, de manière complète, exacte et compréhensible, de l'existence, de la nature et du montant de la rémunération ou, à défaut, de son mode de calcul ;
>
> d'autre part, que son versement ait pour vocation d'améliorer la qualité du service fourni, sans nuire à l'obligation du gestionnaire d'agir dans l'intérêt du fonds ou de ses investisseurs.

Un régime comparable est prévu, pour les OPCVM, à l'article 321-116 du règlement général de l'AMF[12].

5. La notion de « tiers » retenue par ces dispositions ne se limite d'ailleurs pas aux distributeurs de parts ou actions de fonds. Si ces derniers, qu'ils interviennent en qualité de conseillers en investissements financiers (CIF) ou de prestataires de services d'investissement (PSI), en constituent la principale illustration, cette notion peut également englober d'autres prestataires intervenant dans la gestion des actifs, tels que les *asset managers* ou *property managers* immobiliers[13].

Cette distinction n'est pas sans conséquence : à la différence de ces derniers, les distributeurs, qu'il s'agisse de CIF ou de PSI, sont eux-mêmes soumis au régime des incitations issu de la directive MiFID II, lequel encadre symétriquement la perception de rétrocessions. La rémunération versée à ces distributeurs se trouve ainsi soumise à un double encadrement, du côté de la société de gestion qui la verse (sous l'empire des textes UCITS et AIFM) et du côté du distributeur qui la perçoit (sous l'empire des textes MiFID II).

6. Dans la décision commentée, étaient plus particulièrement en cause des rétrocessions versées par Uzès Gestion à vingt-deux distributeurs, pour un montant total de 3 708 608 euros au titre des commissions de gestion entre 2020 et 2023, auquel s'ajoutaient 37 983 euros de commissions de surperformance entre 2021 et 2022.

Le Collège de l'AMF reprochait à la société de gestion de ne pas avoir suffisamment informé les investisseurs de ces rémunérations et de ne pas avoir été en mesure de justifier de manière probante l'amélioration de la qualité du service rendu en contrepartie.

Si la décision traite également d'autres questions, notamment de la qualification de dirigeant effectif de fait, c'est à ces seuls griefs relatifs aux rétrocessions que nous consacrerons ce commentaire.

Ils offrent en effet l'occasion de revenir sur les deux conditions de licéité des *inducements*, à savoir, d'abord, l'information préalable des investisseurs (I.), puis sur celle, plus discutée, tenant à l'amélioration de la qualité du service fourni (II.).

I – L'information préalable sur l'existence et le montant des rétrocessions

7. L'étendue de l'obligation d'information. L'article 24, paragraphe 1, b), i), du RD AIFM impose au gestionnaire d'informer préalablement les investisseurs, de manière complète,

11 À ce jour la doctrine de l'AMF ne concerne en effet que les incitations perçues ou versées par des entreprises d'investissements. L'encadrement proposé par les services de l'AMF vise à modifier la position-recommandation DOC-2012-19, *Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés*, la position-recommandation DOC-2013-10, *Incitations et rémunérations reçues dans le cadre de la distribution et de la gestion sous mandat d'instruments financiers*, ainsi que la position-recommandation DOC-2006-03, *Questions-réponses relatives au régime applicable aux conseillers en investissements financiers*.

12 On notera toutefois une nuance entre le régime applicable aux OPCVM et aux FIA résultant du fait que pour les premiers, l'article 29 de la directive 2010/43 à l'origine du régime des *inducements* limite son champ d'application aux activités « *de gestion et d'administration des investissements menées au bénéfice de l'OPCVM* ». Il pourrait donc être soutenu que, *stricto sensu*, les rétrocessions versées/reçues aux/par les distributeurs n'auraient donc pas à réunir les différentes conditions énoncées dès lors qu'elles le sont à l'occasion d'une activité de distribution. Notons que l'article 321-116 du RGAMF vise de son côté les rétrocessions versées ou reçues en « *liaison avec la gestion d'un OPCVM* », ce qui peut là encore être interprété largement ou restrictivement. La Commission des sanctions n'a toutefois pas opéré de distinction dans la décision commentée ce qui traduit une volonté d'alignement des deux régimes et leur application aux rétrocessions versées dans le cadre de la commercialisation des OPC, quelle que soit leur forme juridique.

13 V. en ce sens, AMF, sanct., 10 déc. 2025, SAN-2025-11, *Novaxia Investissement*, spéc. § 151 et s. Cette décision illustre l'interprétation extensive de la notion de « tiers » retenue par la Commission des sanctions, qui a considéré que le régime des incitations ne se limitait pas aux rémunérations versées aux distributeurs, mais pouvait également englober celles bénéficiant à des prestataires intervenant dans la gestion des fonds, notamment une société de maîtrise d'ouvrage déléguée. Elle soulève, en outre, une question distincte tenant au champ d'application de ce régime : suivant l'analyse de la rapporteure, la Commission a estimé que l'article 24 du RD AIFM trouvait également à s'appliquer à des rémunérations non pas versées directement par la société de gestion, mais supportées par les sociétés sous-jacentes des fonds gérés, dès lors qu'elles rémunéraient des prestations décidées par le gestionnaire dans le cadre de son activité de gestion (pts 158 à 162). Précisons que cette décision fait l'objet d'un recours pendant devant le Conseil d'État, qui aura à examiner une telle interprétation extensive du champ d'application de l'article 24.

exacte et compréhensible, de l'existence, de la nature et du montant des rémunérations versées à des tiers. Cette exigence connaît toutefois deux tempéraments. D'une part, lorsque le montant exact ne peut être déterminé à l'avance, le gestionnaire peut se limiter à en communiquer le mode de calcul. D'autre part, le paragraphe 2 du même article autorise une présentation résumée des principales conditions des accords de rémunération, sous réserve que le gestionnaire s'engage à fournir des informations complémentaires à la demande des investisseurs et respecte cet engagement.

Cette souplesse répond à une réalité opérationnelle évidente : parce que les rétrocessions sont généralement calculées en fonction des encours apportés par les distributeurs, leur montant exact ne peut être connu avant la souscription.

8. L'absence de support imposé. La réglementation ne prescrit pas davantage de support particulier pour la communication de cette information. Cette liberté apparaît bienvenue dès lors que les conditions de distribution d'un fonds sont susceptibles d'évoluer tout au long de sa commercialisation, au gré de la conclusion de nouvelles conventions ou de la renégociation des taux de rétrocession. Imposer leur reproduction systématique dans la documentation réglementaire du fonds (le prospectus ou le DIC) serait peu compatible avec ces contraintes opérationnelles. Encore faut-il naturellement que l'information demeure accessible aux investisseurs et leur soit délivrée dans les conditions requises.

9. L'appréciation de la Commission des sanctions. Dans l'affaire *Uzès Gestion*, la société de gestion avait communiqué aux investisseurs différents taux globaux de frais courants, de frais de gestion ou de commissions d'entrée, sans apparemment préciser suffisamment les modalités de calcul des rémunérations reversées à ses distributeurs[14]. Et, pour sa défense, la société invoquait l'impossibilité de déterminer leur montant exact avant la souscription[15].

La Commission a écarté cet argument, relevant que la société de gestion ne démontrait pas avoir communiqué, pour les FIA, les modalités de calcul des rétrocessions ni, pour les OPCVM, sous une forme résumée, les principales conditions des accords de rémunération. Le manquement a, en conséquence, été retenu[16].

10. Une motivation surprenante. Si la solution paraît justifiée au regard de l'insuffisance de l'information effectivement délivrée, la motivation appelle néanmoins une réserve[17]. En distinguant la communication du mode de calcul pour les FIA et celle, sous forme résumée, des principales conditions des accords pour les OPCVM, la Commission semble méconnaître que l'article 24, paragraphe 2, du RD AIFM autorise expressément cette seconde modalité d'information pour les FIA également.

La distinction est pourtant importante : si le paragraphe 1 impose en principe l'indication du montant ou de son mode de calcul, le paragraphe 2 permet d'y satisfaire par une présentation résumée des principales conditions de rémunération, assortie d'un engagement de communication d'informations complémentaires. Cette faculté ne saurait donc être écartée pour les seuls FIA et, dans l'hypothèse où le gestionnaire souhaiterait y recourir, il conviendrait alors d'examiner la qualité du résumé ainsi communiqué aux souscripteurs.

11. L'utilité de l'information exigée et le risque d'un doublon informationnel. Mais au-delà de la lettre des textes, l'exigence de transparence, appréciée très strictement par la Commission des sanctions, invite à s'interroger plus largement sur l'utilité, pour l'investisseur, de la délivrance par la société de gestion d'une information détaillée sur la répartition des frais de gestion entre elle et ses distributeurs.

Les rétrocessions étant en général prélevées sur des commissions de gestion dont le montant global figure déjà dans le prospectus et le document d'informations clés, leur communication n'apporte en effet pas nécessairement d'éclairage supplémentaire sur le coût du produit. Or c'est vraisemblablement ce dernier, davantage que la clé de répartition des frais entre les intervenants de la chaîne de distribution, qui importe à l'investisseur au moment de prendre sa décision de souscription.

Certes, il ne saurait être nié que l'information sur les rétrocessions conserve une utilité indéniable pour le traitement des conflits d'intérêts susceptibles d'affecter le distributeur. Parce que ce dernier peut être incité à privilégier davantage les produits vis-à-vis desquels il perçoit d'importantes rétrocessions, il est donc nécessaire de pouvoir en informer son client. Mais dans cette hypothèse, c'est bien à son niveau, et non au niveau de la société de gestion, que cette nécessité se présente. Et comme on le rappelait déjà en introduction, le distributeur, qu'il soit PSI[18] ou CIF[19], est déjà tenu d'informer son client des avantages qu'il perçoit et dispose pour ce faire des éléments permettant d'individualiser cette information.

Finalement, en exigeant, à deux niveaux de la chaîne de distribution, c'est-à-dire au niveau du distributeur puis à celui du gestionnaire, une information sur le montant des rétrocessions perçues et versées, sans d'ailleurs qu'aucun lien ne soit dressé entre ces deux informations, il est permis de se demander si ce régime ne contribue pas à une démultiplication inutile de l'information, susceptible par ailleurs de brouiller la lisibilité et la compréhension de l'investisseur sur la réalité

14 AMF, sanct., 20 juillet 2026, SAN-2026-06, § 228.

15 AMF, sanct., 20 juillet 2026, SAN-2026-06, § 207.

16 AMF, sanct., 20 juillet 2026, SAN-2026-06, § 231 et § 232.

17 AMF, sanct., 20 juillet 2026, SAN-2026-06, § 231 : *« Si, comme elles le font valoir, le montant exact ne pouvait être déterminé préalablement à la souscription, elles ne démontrent toutefois pas que la documentation adressée aux investisseurs aurait, comme le prévoient dans une telle hypothèse, le b) du paragraphe 1 de l'article 24 du règlement délégué 231/2013 et le 2° de l'article 321-116 du RGAMF, précisé, s'agissant des FIA, les modalités de calcul des rémunérations, et communiqué, s'agissant des OPCVM, sous une forme résumée, les principales conditions des accords de rémunération. Ainsi, cette documentation ne démontre pas qu'Uzès Gestion aurait informé les investisseurs des modalités de calcul des frais de distribution applicables aux différents distributeurs pour chaque fonds ».*

18 Cf. art. L. 533-12-4 du code monétaire et financier.

19 Cf. art. 325-116 du RGAMF.

de ces rétrocessions.

12. L'articulation souhaitable avec l'information délivrée par le distributeur au titre de MiFID II. Les travaux doctrinaux engagés par l'AMF pourraient précisément fournir l'occasion de clarifier l'articulation entre ces deux régimes d'information. Il pourrait ainsi être envisagé de faire figurer dans le prospectus du fonds un renvoi explicite aux informations que les distributeurs sont eux-mêmes tenus de communiquer aux investisseurs en application de MiFID II. Et, plus largement, dès lors qu'une telle information est effectivement délivrée, la question se pose de savoir si la société de gestion ne pourrait pas recourir systématiquement à la faculté, prévue à l'article 24, paragraphe 2, du RD AIFM, et à l'article 321-116 du règlement général de l'AMF (ci-après le « RGAMF »), de présenter sous une forme résumée les principales conditions des accords de rémunération, sous réserve de fournir de plus amples informations sur demande.

En tout état de cause, cette articulation ne devrait pas s'accompagner d'un formalisme excessif quant aux supports d'information utilisés. Ceux-ci doivent en effet conserver une souplesse suffisante pour permettre l'actualisation des informations communiquées, au gré de l'évolution des réseaux de distribution et des conditions de rémunération convenues avec les intermédiaires.

Si cette première condition de licéité des rétrocessions soulève ainsi certaines interrogations quant au contenu et aux modalités de l'information exigée, la seconde, tenant à l'amélioration de la qualité du service fourni, pose une difficulté autrement plus délicate : celle de l'étendue des diligences de contrôle susceptibles d'être imposées aux sociétés de gestion à l'égard de leurs distributeurs.

II – L'amélioration de la qualité du service fourni

13. Rappel des dispositions applicables. Pour mémoire, l'article 24, paragraphe 1, b), ii), du RD AIFM dispose que le paiement de la rémunération doit « *avoir pour vocation d'améliorer la qualité du service fourni* » et ne pas nuire à l'obligation du gestionnaire d'agir dans l'intérêt du fonds ou de ses investisseurs.

Prenant appui sur ce texte, le Collège de l'AMF reprochait à Uzès Gestion de ne pas avoir justifié de manière probante l'amélioration par les distributeurs du service fourni aux porteurs lorsqu'ils perçoivent d'Uzès Gestion différentes rétrocessions.

La formulation d'un tel grief n'étonne guère puisqu'elle est cohérente avec l'interprétation du Collège de l'AMF dudit article 24, validée par la Commission des sanctions dans les affaires *Altaroc* et *Novaxia*. Néanmoins, elle n'interdit pas de la questionner. Faut-il en effet comprendre que la rémunération doit être conçue et organisée en vue d'une amélioration du service, ou que le gestionnaire doit être en mesure de démontrer que cette amélioration s'est effectivement produite ?

14. De la vocation à améliorer le service à la démonstration d'une amélioration effective. En exigeant que le paiement ait « pour vocation » d'améliorer la qualité du service, l'article 24 du RD AIFM paraît se placer, avant tout, sur le terrain de l'objectif poursuivi par un tel paiement.

Cette lecture se trouve confortée par sa version anglaise, qui exige que les rémunérations soient « *designed to enhance the quality of the relevant service* »[20]. Autrement dit, le versement doit être conçu, de manière *ex ante*, afin d'améliorer le service fourni au porteur.

Sous ce prisme, la rédaction du texte ne paraît en revanche pas subordonner expressément sa licéité à la démonstration qu'un tel objectif ait été effectivement atteint. Cela paraît d'ailleurs chronologiquement logique puisque le paiement précède par nature le résultat, il ne saurait être attendu qu'un tel résultat soit établi et documenté avant le paiement de la rétrocession[21].

Cette interprétation revêt un enjeu majeur puisque selon la lecture que l'on retient, l'objet de la preuve que doit rapporter la société de gestion – et des contrôles qu'elle doit réaliser – varie.

Si l'on adopte la première lecture, que l'on peut qualifier de littérale, on peut alors déduire que la société de gestion doit uniquement prévoir, par contrat, que le paiement d'une rétrocession interviendra bien en contrepartie de la distribution et de l'amélioration à cette occasion du service rendu aux porteurs par le distributeur. De cette manière, la rétrocession est bien « conçue » pour améliorer le service, *ab initio*.

Et si l'on adopte la seconde, que l'on peut qualifier de téléologique, cette contractualisation ne suffit plus et doit alors se doubler d'un contrôle *ex post* du respect par le distributeur de ses obligations contractuelles et l'obtention, à cette occasion, par la société de gestion, des justificatifs permettant d'étayer une telle amélioration *in concreto* du service.

15. Sans véritable surprise, la Commission des sanctions a nettement pris le parti d'une interprétation très extensive de l'article 24 du RD AIFM, en exigeant des sociétés de gestion versant des rétrocessions qu'elles apportent la preuve d'une amélioration effective du service[22]. Et cette clarification est particulièrement nette dans l'affaire *Altaroc* puisqu'elle s'est

20 L'article 24(1)(b)(ii) dispose plus exactement dans sa version anglaise que "*the payment of the fee or commission, or the provision of the non-monetary benefit are designed to enhance the quality of the relevant service and not impair compliance with the AIFM's duty to act in the best interests of the AIF it manages or the investors in the AIF*".

21 C'est d'ailleurs précisément ce qu'avait retenu l'ancêtre de l'ESMA, le CESR, dans sa position relative aux rétrocessions soumises à la réglementation MiFID, en considérant que : "*the use of the word designed makes clear that a judgement about a fee or payment, or arrangements for fees or payments, can be made at the time the arrangement is proposed, rather than only once a payment has been made*", CESR, *Inducements under MiFID*, May 2007, n° CESR/07-228b, § 15.

22 Sans d'ailleurs vraiment définir avec précision de quel service il est question : le service de gestion collective qu'elle rend ? ou le service d'investissement rendu par le distributeur ? Voire le service *globalement* rendu au client, sans que l'on ait à distinguer entre les services réglementés ?

traduite par un glissement sémantique qu'il est difficile d'ignorer.

Le Collège reprochait en effet dans cette affaire à la société de gestion de n'avoir fourni aucun élément démontrant que les rétrocessions de commissions de gestion versées aux distributeurs, entre 2022 et 2023, avaient eu *pour effet* d'améliorer la qualité du service fourni aux clients[23].

La formulation du grief était particulièrement intéressante puisqu'elle procédait d'une transformation même des termes de l'article 24 en ayant recours à la notion « *d'effet* » quand il ne recourt, on l'a vu, qu'à la notion de « *vocation* ».

De manière assez cohérente, la société de gestion mise en cause soutenait, en substance, que la réglementation ne lui imposait pas d'apporter la preuve d'une amélioration effective, cette obligation relevant au premier chef des distributeurs[24].

Loin de relever ce glissement sémantique, la Commission l'a au contraire clairement confirmé en allant jusqu'à reprendre la même formulation que la notification de griefs, en concluant que la société de gestion « *qui ne réalise aucun contrôle lui permettant de s'en assurer – n'est pas en mesure de prouver que le paiement de rétrocessions de commissions de gestion aux distributeurs pour la commercialisation des trois millésimes de la gamme Altaroc Global, au titre des années 2022 et 2023, a eu pour effet d'améliorer la qualité du service fourni aux clients* »[25].

Cette interprétation a ensuite été confirmée, quoique selon une formulation légèrement différente, dans l'affaire *Novaxia* avant de l'être à nouveau dans la décision commentée.

Malgré ces confirmations successives, cette interprétation ne saurait pleinement convaincre au regard de la lettre du texte et semble n'avoir aucun équivalent au sein de l'Union européenne.

16. Une interprétation « opportuniste ». Au-delà d'une critique purement textuelle de cette interprétation particulièrement extensive de l'article 24, on ne peut s'empêcher d'y voir une opportunité particulièrement intéressante pour le régulateur d'étendre, à moindre coût, sa capacité de surveillance des distributeurs, et notamment des CIF, dont la population est particulièrement nombreuse[26]. En érigeant les sociétés de gestion en contrôleurs de leurs propres réseaux de distribution, la Commission des sanctions contribue en effet à instaurer un niveau supplémentaire de surveillance, qui vient s'ajouter aux contrôles exercés par les associations professionnelles agréées[27] et à ceux directement diligentés par l'AMF[28]. Le mécanisme présente, de ce point de vue, une efficacité certaine : il permet de démultiplier les capacités de contrôle d'une population d'intermédiaires difficilement susceptible de faire l'objet d'une supervision constante et exhaustive[29], tout en assortissant cette surveillance d'un puissant levier incitatif, puisque les sociétés de gestion s'exposent elles-mêmes à des sanctions en cas de défaillance de leur dispositif.

Pour ingénieuse qu'elle soit, cette forme de supervision indirecte n'en soulève pas moins deux difficultés majeures à l'aune du principe de proportionnalité : d'une part, celle de la nature et de l'étendue des éléments de preuve que les sociétés de gestion doivent recueillir pour justifier de l'amélioration du service rendu aux investisseurs et, d'autre part, celle de l'intensité et des modalités des contrôles qu'elles doivent mener.

17. La nature de la preuve d'une amélioration effective et les difficultés d'obtention associées. Dans sa décision *Novaxia Investissement*, la Commission a apporté une clarification importante sur la nature de la preuve acceptable, mettant à mal une pratique éprouvée sur la Place et consistant, pour les sociétés de gestion, à réclamer des attestations à leurs distributeurs. Elle a ainsi écarté les attestations sur l'honneur produites par les distributeurs, notamment des CIF, faisant état du respect de leurs obligations réglementaires, au motif que celles-ci revêtaient une portée purement déclarative et ne permettaient donc pas de justifier de l'amélioration du service rendu aux investisseurs.

Une telle appréciation paraît toutefois contestable. Dès lors que l'amélioration du service constitue un fait juridique dont la preuve est, par principe, libre, il paraît difficile d'exclure toute valeur probante à de telles attestations, a fortiori dans le cadre d'une procédure répressive. Leur caractère déclaratif peut certes conduire à en relativiser la portée, mais ne devrait pas suffire, à lui seul, à les priver de toute valeur dans l'appréciation des éléments de preuve soumis à la Commission.

18. En tout état de cause, la Commission a précisé qu'il appartenait aux sociétés de gestion de procéder à des contrôles, « *serait-ce par échantillonnage* »[30], afin de recueillir des éléments suffisamment probants, permettant de s'assurer de l'amélioration du service fourni. Si la possibilité de recourir à l'échantillonnage mérite d'être relevée – on y reviendra –

23 AMF, sanct., 15 sept. 2025, SAN-2025-09, *Altaroc Partners* (non-définitive), § 163 : « *Il est fait grief à Amboise de n'avoir fourni aucun élément permettant de démontrer que les rétrocessions de commissions de gestion versées aux distributeurs, pour la commercialisation des fonds de la gamme Altaroc Global, entre le 1er janvier 2022 et le 31 décembre 2023, ont eu pour effet d'améliorer la qualité du service fourni aux clients, en méconnaissance des dispositions de l'article 24 du règlement délégué 231/2013*. »

24 AMF, sanct., 15 sept. 2025, SAN-2025-09, *Altaroc Partners* (non-définitive), § 177.

25 AMF, sanct., 15 sept. 2025, SAN-2025-09, *Altaroc Partners* (non-définitive), § 177.

26 Selon les données de l'ORIAS, 7 712 conseillers en investissements financiers étaient immatriculés en France au 31 décembre 2025, soit une progression de 9,3 % par rapport à l'année précédente. V. ORIAS, *Rapport annuel 2025*.

27 On rappellera que les CIF sont tenus d'adhérer à une association professionnelle agréée par l'AMF, laquelle doit contrôler sur place chacun de ses adhérents *a minima* une fois tous les 5 ans.

28 On pense en particulier aux contrôles dits « CORE » portant uniquement sur les conseillers en investissements financiers (CIF) et réalisés sur une large population d'assujettis. D'après la charte des contrôles de l'AMF, il s'agit de contrôles lancés simultanément lors d'une même campagne auprès de plusieurs CIF et effectués exclusivement sur pièces. AMF, « L'AMF instaure une nouvelle méthodologie de contrôle sur pièces des conseillers en investissements financiers », actualité, 12 juin 2026, présentant le dispositif « CORE » (*Campagne d'Observation des Risques et d'Enseignements*), fondé sur une approche par les risques et destiné à renforcer la supervision des CIF.

29 En témoignent par exemple les difficultés de l'ANACOFI à contrôler ses adhérents selon son cahier des charges, ce que l'AMF n'a pas manqué de sanctionner : AMF, sanct., 5 septembre 2023, SAN-2023-11, *Association Nationale des Conseils Financiers-CIF (ANACOFI-CIF) et a*.

30 AMF, sanct., 10 déc. 2025, SAN-2025-11, *Novaxia Investissement* (non-définitive), § 185.

la position de la Commission des sanctions ne soulève pas moins d'importantes difficultés pratiques dans la récolte de ces justificatifs, comme l'illustre précisément la décision *Uzès Gestion*.

En l'espèce, la société de gestion faisait précisément valoir qu'elle avait mis en place un questionnaire annuel destiné à vérifier le respect, par ses distributeurs, de leurs obligations réglementaires. Elle indiquait toutefois avoir rencontré d'importantes difficultés pour obtenir des réponses des distributeurs extérieurs à son groupe, ne parvenant ainsi à documenter les diligences accomplies que pour Financière d'Uzès, sa société mère[31].

La Commission a néanmoins écarté cet argument, estimant que la circonstance « *tenant à la difficulté d'exiger de ses distributeurs tiers au groupe une réponse compte tenu de leur taille, de leur fonctionnement, de leur charge de travail ainsi que du montant des encours distribués par eux est sans incidence sur la caractérisation du grief* »[32].

19. Cette situation est particulièrement révélatrice des limites opérationnelles de l'interprétation extensive de l'article 24 du RD AIFM retenue par la Commission des sanctions. Une société de gestion n'est pas une autorité de contrôle et ne dispose pas des prérogatives de l'AMF pour contraindre un tiers à lui communiquer les informations nécessaires à la vérification de ses obligations réglementaires. Or, sanctionner la SGP qui a effectivement mis en œuvre les diligences nécessaires pour obtenir ces éléments, au seul motif que le distributeur ne les lui a pas transmis, aboutit à lui faire supporter les conséquences d'un manquement qui ne lui est pas imputable au premier chef[33].

Et plus largement encore, faire peser malgré tout la sanction sur cette dernière revient, sinon formellement, du moins dans ses effets, à instaurer une forme de responsabilité administrative du fait d'autrui : la SGP se trouve ainsi sanctionnée non pas faute d'avoir accompli les diligences qui lui incombaient, mais parce qu'un tiers n'a pas donné suite à ses demandes.

Certes, il pourra toujours être objecté que les conventions de distribution conclues avec les distributeurs pourront prévoir des droits d'audit et de communication, assortis de la faculté de suspendre le versement des rétrocessions, voire de résilier la relation contractuelle en cas de défaut de coopération du distributeur.

Mais ces leviers risquent de se révéler d'une efficacité toute relative face à la réalité économique des rapports entre sociétés de gestion et leurs distributeurs. Les premières dépendent en effet largement des seconds pour assurer la commercialisation de leurs fonds et, partant, la constitution et le maintien des encours générateurs de commissions de gestion.

Cette dépendance économique devrait donc être prise en compte dans la définition des diligences attendues des sociétés de gestion, sauf à transformer leur obligation de contrôle en une véritable obligation de résultat, les contraignant à mettre fin à la relation commerciale, au risque de compromettre leur propre modèle économique.

20. Les travaux doctrinaux engagés par l'AMF[34] pourraient précisément être l'occasion d'instaurer cette obligation de moyens, tout en instituant des mécanismes propres à favoriser la coopération des distributeurs.

À ce titre, il pourrait être envisagé une procédure graduée de relances et d'escalade, pouvant aboutir, en dernier recours, à un signalement aux services de l'AMF. En contrepartie, la société de gestion justifiant avoir accompli les diligences raisonnablement attendues, sans parvenir à obtenir les éléments sollicités en raison de l'absence de coopération du distributeur, pourrait bénéficier d'une forme d'exonération de responsabilité et ne pas avoir à subir de fâcheuses conséquences économiques résultant d'une rupture de ses rapports avec le distributeur.

Dans le même ordre d'idées, la doctrine de l'AMF pourrait également contribuer à harmoniser les modalités de justification de l'amélioration du service, notamment par l'élaboration d'un questionnaire standardisé destiné aux distributeurs, précisant la nature des informations et des pièces justificatives attendues. Une telle démarche présenterait le double avantage de faciliter la coopération entre sociétés de gestion et distributeurs et de renforcer la prévisibilité des exigences probatoires.

21. Les modalités des contrôles réalisés. Au-delà de la question des difficultés rencontrées pour collecter les preuves d'une amélioration du service, les sociétés de gestion ne sauraient matériellement contrôler l'intégralité de leurs réseaux de distribution, et moins encore l'ensemble des sous-distributeurs intervenant dans la commercialisation de leurs fonds. Une telle approche serait tout simplement disproportionnée.

Comme tout dispositif de contrôle, les diligences attendues devraient donc reposer sur une approche par les risques, associée à des vérifications par échantillonnage. Si la Commission des sanctions semble en admettre le principe, notamment dans sa décision *Novaxia Investissement*[35], encore faudrait-il que la doctrine en cours d'élaboration par le Collège en précise les modalités.

31 AMF, sanct., 20 juillet 2026, SAN-2026-06, § 233.

32 AMF, sanct., 20 juillet 2026, SAN-2026-06, § 234.

33 Le distributeur soumis à MiFID 2 étant contractuellement tenu d'améliorer effectivement le service, c'est donc lui qui devrait en toute logique supporter au premier chef les conséquences d'une telle carence probatoire.

34 Les limites d'une telle clarification doctrinale ne doivent toutefois pas être sous-estimées. D'une part, la doctrine de l'AMF, qu'elle prenne la forme d'une recommandation, d'une position voire d'une instruction, nous semble, en principe, ne pas revêtir de force véritablement contraignante (en ce sens, v. Cass. com., 9 juillet 2025, n° 23-15.492, Publié au bulletin, T. Saupin, « La doctrine de l'AMF n'a pas de force obligatoire », Bulletin Joly Sociétés, oct. 2025, n° BJS204c8), ce qui pourrait en limiter la portée incitative à l'égard des distributeurs. D'autre part, elle ne serait pas opposable aux distributeurs établis dans d'autres États membres commercialisant des fonds français, dont la coopération resterait ainsi largement tributaire des stipulations contractuelles convenues avec les sociétés de gestion, et donc de leur bon vouloir…

35 AMF, sanct., 10 déc. 2025, SAN-2025-11, *Novaxia Investissement* (non-définitive), § 185.

22. Il serait ainsi souhaitable, en premier lieu, de définir les principaux facteurs de risque à prendre en considération. On pense notamment à la nature et au statut du distributeur (CIF, PSI, etc.), les montants de rétrocessions perçus, la complexité des produits commercialisés, les caractéristiques de la clientèle cible ou encore l'existence d'antécédents de non-conformité du distributeur.

De cette appréciation devrait dépendre, en second lieu, non seulement la fréquence des contrôles, mais également la nature des justificatifs exigés. On pourrait ainsi envisager qu'une attestation sur l'honneur suffisamment circonstanciée constitue, pour un distributeur présentant un risque faible, un élément de justification approprié, tandis qu'un niveau de risque plus élevé justifierait la collecte de pièces probantes complémentaires et des vérifications plus approfondies. Cette gradation devrait également tenir compte de la nature des rémunérations, notamment de leur caractère ponctuel ou récurrent, les rétrocessions versées dans la durée devant appeler un suivi périodique des prestations qui en constituent la contrepartie.

Une telle approche supposerait toutefois une nécessaire cohérence entre les exigences doctrinales du Collège, les points de contrôle définis par la direction des contrôles sous l'autorité du Secrétaire général et la propre lecture de la Commission des sanctions. Dès lors que les sociétés de gestion seraient autorisées à mener leurs diligences de contrôle vis-à-vis de leurs distributeurs selon une approche par les risques, il ne serait guère cohérent d'apprécier la conformité de leur dispositif au seul regard de l'absence de justificatifs pour quelques distributeurs sélectionnés aléatoirement à l'occasion d'une procédure de contrôle ouverte à leur encontre.
Il appartiendrait, au contraire, aux contrôleurs d'examiner la pertinence de la méthodologie de classification des risques retenue par la société de gestion, la cohérence des échantillons sélectionnés et le caractère proportionné des vérifications réalisées. À défaut, l'approche par les risques se trouverait privée de toute portée pratique, les sociétés de gestion demeurant exposées à une sanction pour ne pas avoir contrôlé des distributeurs que leur propre dispositif, pourtant adapté aux risques identifiés, ne les conduisait pas à sélectionner.

23. Un encadrement encore en devenir. En définitive, la décision *Uzès Gestion* confirme que la construction du régime applicable aux rétrocessions est loin d'être achevée. Après plusieurs décisions ayant progressivement renforcé les obligations pesant sur les sociétés de gestion, les travaux doctrinaux engagés par l'AMF devraient constituer une première étape bienvenue vers davantage de clarté et de prévisibilité, en précisant notamment les diligences attendues et les modalités de contrôle admissibles. Encore faudrait-il que cet exercice doctrinal s'inscrive dans une approche coordonnée à l'échelle européenne, afin de garantir une application harmonisée des obligations pesant sur les sociétés de gestion et de prévenir les risques d'arbitrage réglementaire entre États membres, particulièrement prégnants dans le secteur de la gestion d'actifs. En tout état de cause, ces clarifications risquent de n'avoir qu'une portée transitoire : la directive *Omnibus* élaborée dans le cadre de la *Retail Investment Strategy* (RIS) devrait, à son tour, faire évoluer et renforcer l'encadrement européen des incitations. La saga réglementaire et jurisprudentielle des rétrocessions, ouverte il y a plusieurs années, est encore loin de connaître son épilogue. ■

Observations sous AMF, sanct., 23 juin 2026, SAN-2026-05 (Bourse Direct)

Prestataire de services d'investissement et surveillance des abus de marché

Auteur(s)



Thiphaine Saupin
Agrégée des facultés de droit, professeure à l'université de Poitiers
Membre de l'Institut Jean Carbonnier

Dans sa décision du 23 juin 2026[1], la Commission des sanctions de l'AMF a sanctionné la société Bourse Direct, prestataire de services d'investissement, pour non-respect de ses obligations professionnelles relatives au *reporting* des transactions (« RDT ») et à la surveillance et détection des abus de marché.

1. La société Bourse Direct est une société anonyme agréée comme prestataire de services d'investissement (PSI) en particulier pour la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers mais également pour l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ainsi que pour la négociation pour compte propre limitée aux opérations liées à des ordres clients stipulés à règlement et à livraison différés. La société Bourse Direct est aussi une société cotée sur le marché Euronext Paris. En qualité de PSI, elle est tenue de diverses obligations professionnelles, concourant notamment à la répression des abus de marché. Deux manquements lui étaient reprochés.

2. Premièrement, son dispositif de *reporting* des transactions était critiqué. Selon l'article 26 du Règlement MiFIR[2], les entreprises d'investissement sont tenues, dès lors qu'elles exécutent des transactions[3], d'une obligation de déclaration « *détaillée, complète et exacte de ces transactions à l'autorité compétente le plus rapidement possible, et au plus tard au terme du jour ouvrable suivant* ». Ces déclarations doivent permettre aux autorités compétentes « *de détecter des cas potentiels d'abus de marché et enquêter sur ceux-ci, veiller au fonctionnement équitable et ordonné des marchés et surveiller l'activité des entreprises d'investissement* »[4]. En l'espèce, certains ordres n'avaient pas été enregistrés dans le carnet d'ordre du PSI, lequel servait à établir le *reporting* des transactions. Autrement dit, certaines transactions n'avaient pas été déclarées à l'AMF. Par ailleurs, certaines déclarations étaient erronées car elles contenaient un mauvais code « TVTIC »[5].

3. Deuxièmement, selon la notification des griefs, le PSI avait également manqué à son obligation de surveillance et de détection des abus de marché. Selon l'article 16 du Règlement MAR[6], « *toute personne qui organise ou exécute des transactions à titre professionnel établit et maintient des mesures, systèmes et procédures efficaces en vue de la détection et de la déclaration des ordres et des transactions suspects* ». Dès lors que le professionnel a des motifs raisonnables de suspecter qu'un ordre ou une transaction pourrait constituer une opération d'initié, une manipulation de marché ou une tentative d'opération d'initié ou de manipulation de marché, il doit le notifier sans retard à l'autorité compétente. En l'espèce, la notification des griefs considérait que le dispositif de surveillance mis en place par Bourse Direct était défaillant. Il présentait, selon elle, des lacunes de paramétrage empêchant de détecter certaines opérations potentiellement suspectes et une insuffisance de l'analyse humaine. Par ailleurs, le PSI s'était abstenu de procéder à une revue annuelle dudit dispositif et à sa mise à jour afin de remédier aux défauts constatés.

4. En somme, il était reproché à Bourse Direct d'avoir violé deux obligations professionnelles participant à la lutte contre les abus de marché. C'est certainement la poursuite de cet objectif qui explique la rigueur des solutions retenues par la Commission des sanctions. Celle-ci lui inflige une sanction pécuniaire de 800.000 euros[7], retenant les manquements à l'obligation de déclaration (I) et à l'obligation de surveillance et de détection des abus de marché (II).

I - L'obligation de déclaration des transactions

5. Deux manquements avaient été identifiés par la notification des griefs quant à l'obligation de déclaration des transac-

1 AMF, sanct., 23 juin 2026, SAN-2026-05, B.-L. Dugourd, « *Sanction d'un PSI pour manquement à ses obligations de reporting des transactions et de surveillance des abus de marché* », *Dalloz actualité*, 7 septembre 2026 ; J. Herbet, « *Sanction d'un PSI pour manquement en matière de surveillance des abus de marché* », *BJB* sept. 2026, n° BJB202s8.

2 Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

3 Sur cette notion, v. AMF, sanct., 13 déc. 2010, SAN-2011-02.

4 Cons. (32), règl. MiFIR.

5 Il s'agit du « *Trading Venue Transaction Identification Code* » (« *Code d'identification de transaction de la plate-forme de négociation* ») prévu à l'article 12 du règlement délégué (UE) 2017/580 de la Commission du 24 juin 2016 complétant le règlement MiFIR. Les opérateurs des plate-formes de négociation sont tenus d'enregistrer un code d'identification de transaction individuel pour chaque transaction résultant de l'exécution totale ou partielle d'un ordre. Ce code doit se retrouver dans la déclaration des transactions du PSI.

6 Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

7 Sa dirigeante est également sanctionnée à hauteur de 50.000 euros.

tions[8]. Certains des ordres avaient échappé à la déclaration, laquelle était non exhaustive (A). De plus, certains ordres étaient erronés car contenant un mauvais code TV-TIC (B).

A. Une déclaration non exhaustive

6. Certains des ordres négociés par la table de négociation et certains ordres exécutés pour le compte des clients d'une banque n'avaient pas été enregistrés dans le carnet d'ordre du PSI. Or, ce carnet d'ordre constituait la source des déclarations réalisées par Bourse Direct. Autrement dit, si l'ordre était absent du carnet d'ordre, il était nécessairement absent de la déclaration. Ce défaut d'information n'était pas intentionnel mais résultait d'un problème technique[9]. Au total, environ 100.000 transactions n'avaient pas été déclarées entre janvier 2021 et novembre 2023. Quant au volume des ordres traités par la table de négociation, il représentait plus de 2,6 milliards d'euros alors même qu'ils étaient, selon la notification des griefs, soumis à un risque élevé d'abus de marché. Il était également relevé que Bourse Direct avait été alertée par les services de l'AMF, à compter d'octobre 2019 et à plusieurs reprises, sur les lacunes de son dispositif de *reporting*. Elle avait tenté d'y remédier sans succès immédiat. Toujours selon la notification des griefs, ces défauts de déclaration avaient « *affecté de manière significative la mission de surveillance des marchés de l'AMF* » (§ 5). Bourse Direct ne contestait pas l'existence d'anomalies mais cherchait à se défendre en développant plusieurs arguments, tous réfutés par la Commission des sanctions.

7. D'abord, le PSI tentait de relativiser l'importance des ordres non déclarés indiquant que ceux-ci représentaient 0,58 % seulement des ordres exécutés pendant la période contrôlée d'une durée de trois ans. La Commission répond que, quand bien même les transactions non déclarées correspondent à une faible proportion de l'ensemble des transactions exécutées par Bourse Direct, elles restent significatives en raison du nombre (près de 100.000 transactions) et de leur montant (plus de 2,6 milliards d'euros). La Commission souligne également le caractère prolongé du défaut de déclaration.

8. De plus, le PSI essayait de remettre en cause le caractère sensible des ordres traités par la table de négociation. Selon lui, l'affectation des ordres reposait sur des critères techniques ne permettant pas de présumer leur caractère sensible. À l'inverse, la Commission retient que les critères utilisés pour attribuer les ordres (volume significatif ou caractère particulier des titres négociés) à celle-ci faisaient que certains ordres non déclarés étaient exposés à un risque significatif d'abus de marché.

9. Ensuite, Bourse Direct arguait que la mission de surveillance de l'AMF n'avait pas été entravée par ces défauts de déclarations dès lors que ces transactions avaient fait l'objet d'une déclaration exhaustive par d'autres professionnels, notamment Euronext. L'information n'était donc pas perdue. Au contraire, la Commission des sanctions refuse que le PSI puisse se décharger de son obligation de déclaration en faisant valoir celle pesant sur d'autres personnes. Selon la Commission, « *les déclarations transmises par les différentes entités de la chaîne des intervenants ayant ensemble conduit à l'exécution complète d'une transaction ne sont pas identiques, et c'est seulement leur rapprochement en vue de leur prise en compte globable qui les rend exploitables par l'AMF* » (§ 26).

10. Enfin, le prestataire mettait en avant sa bonne foi dès lors qu'il avait mis en œuvre des travaux d'amélioration de son dispositif de *reporting* dès l'identification des dysfonctionnements. Il soutenait à ce titre que l'obligation de garantir l'exhaustivité et l'exactitude des déclarations de transaction n'est pas une obligation de résultat[10]. Sans qu'elle utilise les termes « *obligation de moyens* » ou « *obligation de résultat* », la Commission rejette nettement cet argument. Elle rappelle que l'article 26 du Règlement MiFIR impose à l'entreprise d'investissement de fournir une déclaration détaillée, exhaustive et exacte. Elle reprend également les termes de l'article 15 du règlement délégué du 24 juin 2016 complétant MiFIR exigeant la mise en place de dispositifs appropriés « *afin de garantir l'exhaustivité et l'exactitude des déclarations de transaction* ». Plus loin, elle conclut en indiquant que les arguments soulevés par Bourse Direct « *ne sont pas de nature à remettre en cause l'obligation d'exhaustivité* » de la déclaration des transactions (§ 27).

11. En conséquence, le manquement est caractérisé.

B. Une déclaration inexacte

12. La notification des griefs avait relevé que près de 40 % des déclarations réalisées par le PSI contenaient un code TV-TIC erroné. Sans ce code, les services de l'AMF ne pouvaient pas rapprocher les déclarations réalisées par les différents professionnels soumis à l'obligation de déclaration et n'étaient ainsi pas en mesure de retracer les opérations en cause. La notification des griefs faisait par ailleurs valoir que le PSI avait été informé de ces anomalies dès 2022, lesquelles avaient été corrigées uniquement fin 2023.

13. De son côté, Bourse Direct faisait valoir que le code TV-TIC n'était pas « *l'unique donnée permettant de parvenir à l'identification des opérations déclarées* », que les anomalies constatées ne concernaient qu'une part limitée de son activité et que des actions correctives avaient été mises en place dès leur identification. Ici encore, le PSI contestait l'existence d'une obligation de résultat considérant qu'un « *RDT de l'intégralité des ordres qui n'aurait pas à faire l'objet d'interventions correctives est un objectif inatteignable et qu'il est nécessaire que les contraintes techniques et les mesures de remédiation mises en place soient prises en considération dans*

8 Les obligations de déclaration au titre des règlements MiFIR, EMIR et SFTR font l'objet d'un travail de simplification mené par l'ESMA : ESMA, « *Final Report – On the Call for Evidence on a comprehensive approach for the simplification of financial transaction reporting* », 2 juill. 2026.

9 Rappelons que le manquement est caractérisé objectivement, l'intention et la mauvaise foi n'étant pas nécessaires à sa caractérisation (v. AMF, sanct., 6 juillet 2012, SAN-2012-01, p. 6).

10 Art. 15, § 3 du règlement délégué 2017/590 du 28 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 par des normes techniques de réglementation pour la déclaration de transactions aux autorités compétentes.

l'examen du grief » (§ 38).

14. La Commission des sanctions reste sourde à ces arguments. De la même façon que pour l'exhaustivité de la déclaration, elle retient que le PSI doit garantir l'exactitude des déclarations qu'il transmet à l'AMF. Elle relève, par ailleurs, que les anomalies de code TV-TIC « *ont persisté pendant l'intégralité de la période contrôlée, malgré des alertes des services de l'AMF* » (§ 50). Dès lors, le PSI a procédé à de nombreuses déclarations inexactes, les mesures de remédiation entreprises ne permettant pas de faire obstacle à la caractérisation du manquement. Dans un sens similaire, la Commission des sanctions avait déjà décidé que la correction des anomalies figurant dans les déclarations de transactions ne permettait pas d'écarter le manquement et pouvait uniquement être prise en compte au moment de l'analyse de sa gravité[11].

II - L'obligation de surveillance et de détection des abus de marché

15. Au-delà des défauts d'exhaustivité et d'exactitude des déclarations de transaction réalisées par Bourse Direct, celle-ci était aussi mise en cause en raison des lacunes grevant son dispositif de détection des abus de marché (A) et des insuffisances dans le contrôle et l'évaluation de ce dernier (B).

A. Un dispositif lacunaire

16. L'article 16, § 2 du Règlement MAR[12] exige du professionnel qui exécute des transactions d'établir et de maintenir des mesures, systèmes et procédures efficaces en vue de la détection et de la déclaration des ordres et des transactions suspects. Il ne s'agit donc plus de fournir de l'information brute à l'autorité compétente mais de détecter de potentiels abus de marché. Ce dispositif doit, en particulier, garantir « *une surveillance effective et constante, aux fins de la détection et de l'identification des ordres et transactions qui pourraient constituer des opérations d'initiés, des manipulations de marché ou des tentatives d'opération d'initié ou de manipulation de marché, de tous les ordres reçus et transmis et de toutes les transactions exécutées* »[13]. Il doit permettre « *l'analyse, individuelle et comparative, de chaque transaction exécutée* »[14] et « *émettre des alertes indiquant des activités qui requièrent une analyse plus approfondie aux fins de la détection* » d'éventuels abus de marché[15]. Ce dispositif peut être, en partie, automatisé[16] mais il doit garantir « *un niveau approprié d'analyse humaine dans la surveillance, la détection et l'identification des transactions et ordres qui pourraient constituer* » des abus de marché[17].

17. En l'espèce, la notification des griefs reprochait à Bourse Direct un dispositif lacunaire. Deux défauts avaient été identifiés. D'abord, le dispositif automatisé était mal paramétré. En particulier, l'un des outils utilisés par le PSI était l'outil « *Scenarios IT* » permettant de produire des alertes à partir de six scénarios prédéfinis comme susceptibles de constituer des indices d'abus de marché. Trois critiques étaient formulées par la notification des griefs à l'encontre de cet outil : deux des scénarios comportaient de trop nombreux critères, trop restrictifs, ne permettant pas de détecter convenablement certains abus de marché ; le calibrage des différents scénarios ne permettait pas d'alerter en cas d'opérations réalisées par un client, détenteur d'une information privilégiée, cédant ses positions afin d'éviter une perte ; les scénarios envisagés n'intégraient pas d'alerte sur la base de l'actualité financière. La notification des griefs illustrait son argumentation en faisant valoir l'absence d'alerte sur des opérations passées par un client déjà sanctionné pour abus de marché et pour lesquelles un tel abus pouvait de nouveau être suspecté. Ensuite, ces opérations suspectes n'avaient pas non plus été détectées par l'analyse humaine, laquelle ne prenait pas suffisamment en compte l'actualité des émetteurs et le profil du client.

18. Après avoir exposé le fonctionnement de son dispositif de surveillance, Bourse Direct faisait encore valoir qu'elle était tenue uniquement à une obligation de moyens et qu'elle ne pouvait se substituer à l'AMF dans sa mission de surveillance.

19. Tout en faisant état du nombre d'alertes générées par le dispositif mis en place par le PSI (plus de 5.000 par an), la Commission des sanctions considère que celui-ci est défaillant. Quant à la détection automatisée et à l'analyse humaine, elle retient qu'aucun des deux dispositifs n'intégrait suffisamment l'actualité économique et financière ou la sensibilité du client au risque d'abus de marché. Elle relève également que l'analyse automatisée ne permettait pas de détecter les opérations réalisées par un client initié afin de limiter ses pertes. C'est, selon la Commission des sanctions, la « *conjonction* » de ces défauts qui a rendu le dispositif de surveillance « *lacunaire [et a obéré] son efficacité* » (§ 90).

20. Le manquement est caractérisé.

B. Un dispositif non contrôlé

21. Le dispositif de surveillance et de détection des abus de marché doit être régulièrement évalué, « *au moins dans le cadre d'un audit et d'un réexamen interne annuels, et mis à jour si nécessaire* »[18]. En l'espèce, cette revue annuelle n'avait pas été mise en œuvre par Bourse Direct. Un seul audit avait été diligenté, donnant lieu à un rapport au mois de décembre 2022. Selon la notification des griefs, les recommandations

11 AMF, sanct., 11 janvier 2016, SAN-2016-01, p. 10 et s., se prononçant sur l'ancienne obligation de déclaration issue de la directive MIF, plus particulièrement sur une déclaration comportant des erreurs relatives au code permettant d'identifier le lieu où la transaction a été exécutée.

12 Règl. (UE) n° 596/2014 préc.

13 Art. 2, § 1, a), règl. délégué (UE) 2016/957 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014.

14 Art. 3, § 1, a), règl. délégué préc.

15 Art. 3, § 1, b), règl. délégué préc.

16 Considérant, sous l'empire des anciens textes, que le prestataire ne peut pas se prévaloir du caractère facultatif de la mise en place d'un système de détection informatique compte tenu de l'importance des encours sous gestion pouvant mener à la commission d'abus de marché (plus d'un milliard d'euros pour plus de 1.000 clients) (AMF, sanct., 2 juin 2015, SAN-2015-11).

17 Art. 3, § 4, règl. délégué préc.

18 Art. 2, § 5, b), règl. délégué préc.

contenues dans ce rapport, en particulier celle relative à la nécessité d'intégrer une analyse des opérations générant une moins-value significative, n'avaient pas été suivies d'effet.

22. La Commission des sanctions retient que le PSI n'a pas régulièrement évalué son dispositif de surveillance automatisé des abus de marché et « *ne l'a pas mis à jour alors même qu'une telle mise à jour était identifiée comme nécessaire* » (§ 109).

23. Finalement, l'ensemble des manquements reprochés à Bourse Direct sont caractérisés, laquelle est sanctionnée à hauteur de 800.000 euros[19]. ■

19 Notons que Bourse Direct avait déjà été sanctionnée pour manquement à l'obligation de disposer des outils informatiques et des moyens humains nécessaires au traitement efficace des alertes relatives à l'identification de signaux de manipulation de cours (AMF, sanct., 1er octobre 2014, n° SAN-2014-17).

Rubrique

CONTENTIEUX des SOCIÉTÉS COTÉES et des OFFRES PUBLIQUES

OCABSA : regards croisés d'un financier et d'un juriste

Avec la participation de....



Quentin Bertrand
Avocat à la Cour, Visconti Associés



Pascal Quiry
Professeur de finance, HEC Paris
Titulaire de la chaire BNP Paribas
Co-auteur du Vernimmen (Dalloz, Wiley)
Investisseur en actions cotées et non cotées

Les financements dilutifs, qui illustrent le phénomène croissant du *shadow banking*[1] et représentent une source de financement importante[2] pour les petites entreprises cotées, font l'objet d'une vive critique depuis de nombreuses années.

Ces financements prennent le plus souvent la forme de valeurs mobilières composées dont la plus décriée est l'Ocabsa (obligation convertible en actions avec bons de souscription d'actions), qui représente une large part des montants annoncés[3].

La Commission des opérations de bourse s'était prononcée sur les financements dilutifs dès 2001 et l'Autorité des marchés financiers – saisie de très nombreuses réclamations de particuliers[4] – s'est largement mobilisée en publiant plusieurs communiqués de presse afin d'alerter sur les risques de ce type de financement, en réalisant une étude *ad hoc*, en mettant à jour sa doctrine et en engageant des poursuites devant la Commission des sanctions dans plusieurs affaires.

Plusieurs actions pénales semblent également en cours[5] et, très récemment, à la suite d'un arrêt remarqué de la Chambre commerciale de la Cour de cassation[6], le législateur s'est également emparé de la question. En parallèle des travaux de la « *commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs* », créée en décembre 2025[7] et ayant abouti en juin 2026 à la publication d'un rapport dénonçant le financement par « *un fonds véreux* » au travers des « *Ocabsa : un dispositif ravageur à contrôler davantage* »[8], une « *proposition de loi visant à protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours* » a été déposée le 12 mai 2026 et vise explicitement les Ocabsa[9].

La presse financière s'en félicite : « *une proposition de loi pourrait mettre fin aux abus liés aux Ocabsa, ces instruments financiers accusés de ruiner les actionnaires et de fragiliser les petites sociétés cotées. L'AMF, jusqu'ici impuissante, pourrait enfin encadrer ces pratiques* »[10].

Une telle effervescence, assez inhabituelle en droit financier, conduit à s'interroger sur les Ocabsa, sur leurs effets contestés et sur la nécessité de légiférer.

Les deux contributions qui suivent y répondent avec deux visions complémentaires, celle du juriste puis celle du financier.

1 Désormais qualifié d'« *intermédiation financière non bancaire* », étant précisé que ce secteur représente plus de la moitié des actifs financiers mondiaux (v. Eurosystem, *Strengthening the macroprudential lens in the regulation of non-bank financial intermediation*, mai 2026).

2 L'étude récemment réalisée par le Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP) relève que, sur la dizaine d'années concernées par l'étude (non exhaustive), ces financements ont été utilisés par 100 sociétés (pour 217 opérations) et ont représenté un montant total annoncé (et non effectivement tiré) de 3,6 milliards d'euros (HCJP, Avis en réponse à la saisine du Parquet général de la Cour de cassation sur les financements *equity* alternatifs, 24 avril 2025, p. 9).

3 L'avis susvisé du HCJP relève que les OCABSA représentent 43 % des montants annoncés (p. 10).

4 AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity lines*, octobre 2022, le régulateur indique qu'il « *a constaté ces dernières années une recrudescence des signalements et des réclamations (plus de 250 en 2021 soit une hausse de 232 % par rapport à 2020 et déjà plus de 200 en 2022) émanant de particuliers* ».

5 Le rapport fait au nom de la commission des finances sur la proposition de loi n° 2789 (Assemblée nationale, rapport n° 2938, par M. G. Verny, 17 juin 2026, p. 8 (le « Rapport sur la Proposition de loi ») indique que le Parquet de Lyon a ouvert une enquête préliminaire et qu'un signalement aurait été transmis au Parquet National Financier.

6 Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492 (n° 390 FS-B).

7 La commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs a été créée le 16 décembre 2025, sur le fondement de l'article 141, alinéa 2, du Règlement de l'Assemblée nationale, à l'initiative du groupe La France insoumise – Nouveau Front Populaire (LFI-NFP) exerçant son « droit de tirage ».

8 Assemblée nationale, rapport n° 2903 fait au nom de la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs, 9 juin 2026, p. 110 et 112 (le « Rapport de la commission d'enquête »).

9 Proposition de loi visant à protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours, n° 2789, déposée le 12 mai 2026 par MM. Gérault Verny et Éric Ciotti ainsi que les membres du groupe Union des droites pour la République (la « Proposition de loi »).

10 *Les Echos*, « *Protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours* » *: Ocabsa, la fin de l'impunité ?*, 3 juin 2026.

Une décote qui n'a pas la cote : le législateur face aux Ocabsa

Par Quentin Bertrand

Les spécificités des Ocabsa émises par les petites sociétés cotées. Les Ocabsa sont des valeurs mobilières composées qui résultent d'un principe général de libre émission[1] qui laisse par définition une large place à la liberté contractuelle.

Au-delà du fonctionnement général de ces valeurs mobilières qui associent deux titres financiers dilutifs (une obligation convertible en actions et un bon de souscription d'actions), il est donc impossible d'en définir des caractéristiques figées que l'on retrouverait dans chaque émission.

La défiance à l'encontre de ces titres s'explique en réalité par l'usage particulier qui en est fait par certains financeurs auprès de petites sociétés cotées, ce qui explique pourquoi l'AMF a alerté sur « *les dispositions contractuelles spécifiques de certaines de ces émissions* »[2].

Elles représentent tout d'abord un coût élevé pour l'émetteur qui doit supporter diverses commissions versées au financeur, pour des montants parfois très conséquents[3].

Si un tel coût peut en théorie s'expliquer par le risque supporté par le financeur, les stipulations des Ocabsa émises excluent en réalité toute prise de risque par ce dernier[4].

En effet, à la différence des obligations convertibles classiques émises avec une prime de conversion par rapport au cours au moment de leur émission[5], les Ocabsa critiquées sont émises avec un prix de conversion qui présente une décote par rapport au cours de bourse au moment de la conversion[6].

Cette double particularité (décote et non prime, calculée par rapport au cours de bourse lors de la conversion et non lors de l'émission) entraîne plusieurs conséquences majeures :

- alors qu'un investisseur classique n'a intérêt à convertir ses obligations convertibles que si le cours s'est suffisamment apprécié depuis sa souscription, le financeur souscrivant des Ocabsa aura systématiquement intérêt à convertir ses obligations en actions afin de bénéficier de la décote de conversion et de réaliser une rapide plus-value en cédant les actions obtenues ;

- l'important flux vendeur créé par le financeur qui cède rapidement sur le marché les actions obtenues au titre de la conversion entraîne une baisse du cours[7]. Bien que la doctrine de l'AMF impose aux financeurs de « *veiller à ce que la ou les cessions qu'il effectue ne perturbent pas le bon fonctionnement du marché* »[8], ces derniers cèdent en général les actions obtenues très rapidement afin de ne pas conserver d'exposition économique aux émetteurs ;

- le prix de conversion des tirages ultérieurs, calculé sur la base du cours déjà diminué par l'effet des cessions réalisées par le financeur au titre des précédents tirages, est en outre diminué d'une décote.

Les tirages successifs entraînent donc des émissions et cessions corrélatives d'actions sur le marché de plus en plus importantes, et cet effet est susceptible d'être encore aggravé par l'exercice des bons de souscription d'actions attachés aux obligations convertibles.

Cette « *spirale de la mort* » – selon la dénomination retenue outre-Atlantique de *death spiral convertibles*[9] – entraîne une baisse du cours parfois spectaculaire.

Les financements souscrits par les sociétés Europlasma et Auplata constituent des exemples frappants puisque leurs cours ont diminué de près de 99,9 % au cours des programmes de financement[10]. Ces chutes du cours peuvent par ailleurs être fulgurantes, à l'image du financement de la société belge Pharmasimple qui a conduit à faire chuter le cours de 8 euros à environ 0,29 euro en près de trois mois[11].

L'action de l'AMF : assurer une pleine information du marché. Jusqu'à récemment, c'est le régulateur boursier qui a dû faire face, seul, aux nombreuses critiques soulevées par les Ocabsa.

Le secrétaire général de l'AMF a récemment résumé l'intervention de son autorité dans le cadre d'une audition parlementaire : « *C'est plutôt un sujet d'information financière […] On identifie aisément les risques associés à une telle opé-*

1 Art. L. 228-36-A C. com.

2 AMF, communiqué, 20 juill. 2020, « *L'AMF alerte les émetteurs et les investisseurs sur les risques associés au financement par OCABSA et autres formes d'equity lines particulières* ».

3 Dans l'affaire Auplata, la Commission des sanctions de l'AMF a relevé que « *ce financement pouvait se traduire par un financement total de 32,5 Meuros (29,3 Meuros nets de frais)* », les frais supportés représentant donc près de 10 % du montant brut du financement (AMF, sanct., 11 déc. 2024, SAN-2024-11).

4 « *le souscripteur d'Ocabsa est classiquement immunisé contre le risque de marché* » (Rapport sur la Proposition de loi, p. 25) ; ou encore le souscripteur « *transfère l'intégralité du risque de défaillance de l'émetteur au marché* » (AMF, La modalité de financement par OCABSA, 20 juillet 2020).

5 À titre illustratif, lors de la récente émission d'OCEANEs par Accor : « *La prime de conversion/échange est fixée à 37,5 % par rapport au cours de référence de l'action de la Société, soit 46,4035 euros, étant le cours moyen pondéré par les volumes (VWAP) de l'action Accor constaté sur Euronext Paris entre l'ouverture et la clôture de ce jour* » (Accor, communiqué de presse, 2 sept. 2026).

6 En pratique souvent le VWAP le plus bas de la période précédant la conversion.

7 L'exposé des motifs de la Proposition de loi indique que « *c'est précisément cette mécanique [la revente des actions obtenues par conversion des obligations] qui soulève une difficulté majeure. Car la revente rapide des actions issues de la conversion induit une baisse sur le cours de bourse* ».

8 AMF, position-recommandation DOC-2020-06, § 4.1.3, p. 97.

9 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *Death spiral convertibles*, *Journal of Financial Economics*, 2004, vol. 71, p. 381-415.

10 Rapport sur la Proposition de loi, p. 7.

11 Rapport sur la Proposition de loi, p. 8.

ration […] Si le financement est accompagné d'une mise en garde adéquate sur son caractère très dilutif et sur le risque que courent les investisseurs de perdre beaucoup d'argent, la pratique est parfaitement légale et respecte la réglementation. […] s'agissant des Ocabsa, le mécanisme n'est pas interdit par la loi et, si l'information est bien faite, il n'y a aucun motif d'intervention de notre part »[12].

Afin de remplir ses missions de protection de l'épargne et d'information des investisseurs, l'AMF n'a en effet pas ménagé ses efforts pour assurer la qualité et l'exhaustivité de l'information délivrée dans le cadre de ces financements.

Elle a tout d'abord alerté les émetteurs, mandataires sociaux et investisseurs sur les risques liés à ce type de financement, en publiant pas moins de quatre communiqués successifs (20 juillet 2020, 15 novembre 2021, 22 mars 2022 et 14 février 2023) et une étude *ad hoc* du 13 octobre 2022 sur les financements dilutifs de type Ocabsa ou *equity lines*. Ces différentes communications aux termes dépourvus d'équivoque ont pleinement alerté le marché sur les « *risques très significatifs* » de ces financements, l'étude susvisée mettant notamment en exergue le constat peu flatteur – désormais largement repris – que « *Sur les 69 sociétés de l'échantillon, le cours de bourse de 57 d'entre elles (soit 83 %) a évolué à la baisse entre la date de leur première opération de financement dilutif et le 31 décembre 2021 […] Pour ces 57 sociétés, le cours de bourse a chuté en moyenne de 72 %* ».

L'AMF a également recommandé de bonnes pratiques en la matière, d'abord au travers d'une position-recommandation dédiée applicable jusqu'au 17 juin 2020[13] puis dans le guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers[14].

Cette doctrine a notamment été renforcée lors du communiqué du 14 février 2023 où le régulateur a proposé un communiqué type à publier par les émetteurs au moment de la conclusion du contrat d'émission des Ocabsa et également un encart type sur les risques à faire figurer en tête de leur communication. Ces recommandations ont été accompagnées d'un avertissement de l'AMF indiquant qu'elle pourrait être amenée « *à publier un communiqué nominatif informant [les investisseurs] […] des risques de telles opérations si l'émetteur qui les réalise soit a omis, en tête de ses communiqués, de reproduire cet avertissement ou d'en reprendre intégralement la substance, soit n'a pas porté à la connaissance du marché l'ensemble des informations figurant dans le communiqué type* ».

L'autorité boursière n'a, à notre connaissance, pas eu à utiliser ce dispositif original de *name and shame* mais il témoigne de la ferme intention du régulateur d'obtenir une information transparente concernant les Ocabsa.

Avant l'AMF, la COB avait adopté dès 2001 une approche similaire en alertant le marché et en formulant des recommandations concernant les *equity lines*[15].

La Commission des sanctions de l'AMF a également été amenée à sanctionner[16] l'insuffisance des informations communiquées[17] dans le cadre de financements dilutifs, sur le fondement de plusieurs abus de marché : diffusion d'informations fausses ou trompeuses et manipulation de cours par indications fausses ou trompeuses ou par fixation du cours à un niveau artificiel ou anormal.

Au-delà de ces défauts de transparence qui ont déjà été caractérisés, d'autres manquements pourraient être envisagés puisque l'investisseur peut être tenté de maximiser son profit en intervenant sur le marché au cours du programme de financement (malgré la doctrine contraire de l'AMF[18]).

Il pourrait par exemple vendre à découvert l'action avant la conversion de l'obligation afin d'abaisser le cours de référence et ainsi accroître le nombre d'actions reçues. L'étude empirique américaine susvisée[19] a examiné à cet égard l'hypothèse selon laquelle « *les modalités du contrat incitent les détenteurs d'obligations convertibles à vendre à découvert* »[20], « *Les détenteurs d'obligations convertibles ont tout intérêt à vendre à découvert l'action avant la conversion. La pression à la vente à découvert qui en résulte peut faire baisser le cours de l'action en dessous de sa juste valeur, d'autant plus que l'émetteur est généralement une petite entreprise dont les actions sont peu négociées. Les conversions s'effectuant à des prix inférieurs à la juste valeur, la dilution qui en résulte réduit la valeur sous-jacente par action* »[21].

Cette hypothèse ne semble d'ailleurs pas seulement théorique puisque l'AMF a déjà eu l'occasion de sanctionner un finan-

12 Sébastien Raspiller, secrétaire général de l'AMF, audition par la commission d'enquête sur la prédation des capacités productives françaises par les fonds spéculatifs, compte rendu n° 7, 29 janv. 2026.

13 AMF, position-recommandation DOC-2012-18, « *Information du marché lors de la mise en place et de l'exécution d'un programme d'equity lines ou Paceo* ».

14 AMF, position-recommandation DOC-2020-06, « *Guide d'élaboration des prospectus et information à fournir en cas d'offre au public ou d'admission de titres financiers* ».

15 COB, Rapport annuel 2002, p. 98, faisant référence au communiqué de presse du 25 juill. 2001 dans lequel le régulateur avait formulé les conditions suivantes : « *- que le marché soit clairement informé, avant la mise en place du mécanisme, que les augmentations de capital ont vocation à être finalement financées par le marché ; - que l'intermédiaire s'interposant entre l'émetteur et le marché s'abstienne de toute intervention sur le marché du titre pendant les périodes de référence ; - que cet intermédiaire s'abstienne de toute pré-vente des titres souscrits et de toute couverture directe ou indirecte préalablement à la souscription effective des titres* ».

16 Affaires *Visiomed Group* (AMF, sanct., 27 nov. 2023, SAN-2023-16 ; des recours sont pendants devant la cour d'appel de Paris) et *Auplata Mining Group* (AMF, sanct., 11 déc. 2024, SAN-2024-11 ; des recours sont pendants devant la cour d'appel de Paris).

17 Par exemple, dans la décision *Auplata Mining Group* (AMF, sanct., 11 déc. 2024, SAN-2024-11), en raison d'un communiqué de presse et de comptes consolidés ne décrivant pas les stipulations du contrat de financement prévoyant le paiement par l'émetteur d'un complément de prix dans le cas où le prix de conversion était inférieur au nominal de l'action.

18 La position-recommandation DOC-2020-06 de l'AMF (§ 4.1.3, p. 97) prévoit, au titre d'une position, qu'« *afin d'éviter tout impact sur le cours, l'intermédiaire financier doit s'abstenir : - de toute intervention sur le marché du titre pendant les périodes de référence servant à la fixation du prix d'émission ; - de toute pré-vente des actions souscrites et de toute couverture directe ou indirecte préalablement à la souscription effective des actions* ».

19 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit*.

20 "*the contract design encourages short-selling by the convertible holders*" (p. 381).

21 "*Convertible investors have an incentive to sell short the stock prior to conversion. The resulting short-selling pressure may push the stock below fair value, especially considering that the typical issuer is a small, thinly traded firm. As conversions take place at prices below fair value, the resulting dilution lowers the underlying value per share*" (p. 383).

ceur pour défaut de déclaration de ses positions à découvert[22] sur l'émetteur objet du programme, et le régulateur norvégien (la *Finanstilsynet*) a également sanctionné un fonds pour de très nombreux manquements à ce titre concernant trois émetteurs pour lesquels il avait consenti des financements dilutifs[23]. Cette dernière décision relève que « *Le prix de conversion était lié à l'évolution du cours du marché au cours d'une période précédant l'émission d'un avis de conversion par le prêteur. Outre ces lignes de crédit convertibles, des contrats de prêt de titres portant sur les actions [des émetteurs] ont été conclus par [le financeur]. Ces contrats de prêt de titres ont rendu possible la vente à découvert* »[24] ; et que « *Dans ce cas précis, [le régulateur] relève que le mécanisme de détermination du prix de conversion prévu dans le cadre des convertibles aurait pu lui donner des raisons de surveiller toute position courte nette détenue par [l'investisseur]* »[25].

L'investisseur peut également être tenté d'intervenir sur le marché après la conversion des obligations, ce que souligne le rapport parlementaire susvisé : « *Pour maximiser les revenus […] le tirage d'une nouvelle tranche obligataire, qui conduit à la conversion rapide des obligations en actions, est très régulièrement précédé (ou immédiatement suivi) d'annonces flatteuses ou d'articles de presse laudateurs pour favoriser une hausse soudaine du cours de bourse. Le dernier exemple en date est un cas emblématique : la dernière tranche de 1 million d'euros d'Ocabsa tirée par [l'émetteur] a été suivie, le lendemain, de l'annonce de l'ouverture de négociations exclusives pour la cession de ses activités de défense pour un montant de 150 millions d'euros* »[26]. Un tel comportement, susceptible de constituer un abus de marché classiquement qualifié de *pump and dump*, n'est néanmoins pas spécifique aux financements dilutifs.

L'action de l'AMF, centrée sur l'information délivrée concernant les caractéristiques et conséquences des financements dilutifs, a eu un effet *a priori* incontestable : la place est désormais pleinement informée des risques inhérents aux Ocabsa.

Néanmoins, cette action est par principe enserrée dans les limites de la compétence de l'autorité, et notamment le caractère non contraignant de ses recommandations[27] qui a été rappelé dans une récente décision qui constitue un « *tournant judiciaire* »[28] pour les financements dilutifs[29].

Le tournant judiciaire imposé par la Chambre commerciale. À la suite d'un financement dilutif, l'émetteur s'opposait au paiement de la rémunération convenue avec le financeur en soulevant notamment la nullité du contrat de souscription des ORNANE[30] avec bons de souscription d'actions attachés qui constituait selon lui un service de prise ferme[31], service d'investissement[32] imposant l'obtention d'un agrément[33] alors que l'investisseur n'en disposait pas.

La Chambre commerciale casse l'arrêt attaqué qui excluait cette qualification[34] et livre une définition du service de prise ferme[35] qui pourrait – en fonction de l'interprétation de la cour de renvoi – s'adapter aux Ocabsa et ainsi imposer un agrément aux financeurs qui les proposent[36].

Sans même discuter de cette solution, qui n'a pas reçu un accueil unanime de la doctrine[37], il s'agit *a priori* d'une interprétation audacieuse[38] des juges qui ont manifestement souhaité proposer une solution aux désordres causés par les financements dilutifs proposés par certains financeurs peu scrupuleux.

La proposition de loi qui vise à « systématiser » la solution de la Chambre commerciale. En considérant dans son éditorial qui cite notamment l'arrêt susvisé que, « *loin de s'opposer au législateur, les juges entretiennent avec lui un dia-*

22 AMF, sanct., 27 nov. 2023, SAN-2023-16, *Visiomed Group*.

23 *Finanstilsynet*, 23 mai 2019, n° 18/10274, puis 16 sept. 2019 (à la suite de l'annulation de la première décision), partiellement infirmée par le ministre des Finances (8 sept. 2023, n° 19/4158).

24 « *The conversion price was related to the development of the market price during a period prior to issuance of a conversion notice by the lender. In addition to these convertible loan facilities, share lending agreements relating to shares in each of Element, Induct and Lavo were entered into by ABO/affiliates. These share lending agreements have made the short selling possible* ».

25 « *In this specific case Finanstilsynet notes that the mechanism in determining the conversions price under the convertible loan facilities could have given Finanstilsynet reason to monitor any net short position by ABO* ».

26 Rapport de la commission d'enquête, p. 114.

27 « *La méconnaissance d'une position-recommandation de l'AMF, laquelle n'a pas de force obligatoire, ne peut, à elle seule, constituer une faute civile* » (Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492, point 21).

28 C. Granier, Tournant judiciaire pour les financements par émission d'OCABSA, *BJB* sept. 2025, n° BJB202j4.

29 Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492.

30 Obligations remboursables en numéraire ou en actions nouvelles.

31 Art. D. 321-1, 6-1, C. mon. fin. : « *Constitue le service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers ou sur une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, en vue de procéder à leur vente* ».

32 Art. L. 321-1 C. mon. fin.

33 Art. L. 532-1 C. mon. fin.

34 CA Paris, 17 janv. 2023, n° 21/05879, confirmant TC Paris, 16 mars 2021, n° 2020022014.

35 « *le service de prise ferme n'exige pas l'engagement du prestataire de ce service de placer, pour le compte de l'émetteur ou du cédant, les instruments financiers souscrits ou acquis, et qu'il est constitué lorsque le prestataire de ce service s'engage, à l'égard de l'émetteur ou du cédant, à souscrire ou à acquérir des instruments financiers avec l'intention de les vendre soit à ses clients, soit sur les marchés financiers* » (point 25). *La Lettre de la chambre commerciale, financière et économique* (n° 17, nov. 2025) précise le raisonnement : « *Une hésitation avait, en effet, pu naître du fait que l'ancien article 312-5 du règlement général de l'AMF définissait le service de prise ferme comme le fait de souscrire ou d'acquérir auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers, en vue de procéder à leur placement, lequel suppose l'engagement spécifique du prestataire de placer, pour le compte de l'émetteur, les titres sur les marchés financiers ou auprès de ses clients. Or, l'article D. 321-1, 6-1, du code monétaire et financier, qui le remplace, ne se référant non plus au placement des instruments financiers souscrits ou acquis, mais à leur vente, la chambre commerciale, en tirant les conséquences, en a déduit que ce service impliquait un engagement non plus de placer les titres acquis mais de les vendre* ».

36 Tout en précisant que l'absence d'agrément ne suffit pas à entraîner la nullité du contrat d'émission : « *Si la méconnaissance de l'exigence d'agrément […] est de nature à engager la responsabilité civile de la personne qui a fourni ce service lorsqu'elle cause à son cocontractant un préjudice personnel et direct résultant de la privation des garanties attachées à l'agrément des prestataires de services d'investissement, elle ne peut avoir pour effet d'entraîner la nullité des contrats conclus* » (point 11).

37 Le professeur Thierry Bonneau considère par exemple que l'« *on peut hésiter à suivre la Cour de cassation* » (T. Bonneau, *Service de prise ferme, nullité des actes méconnaissant le monopole financier et force obligatoire des positions-recommandations de l'AMF*, *Revue des sociétés* 2025, p. 680, n° 6).

38 Même si « *M. Vigneau, et Mme Fanélie Ducloz, magistrate à la chambre commerciale, ont indiqué que les travaux parlementaires de la loi du 2 juillet 1996, qui introduit en droit français la notion de prise ferme, sont sans équivoque : l'intention du législateur était de qualifier un service de prise ferme, même si l'intermédiaire financier avait une intention de vente* » (Rapport sur la Proposition de loi, p. 21).

logue fructueux »[39], Monsieur le président Vigneau ne s'est pas trompé puisque le législateur s'est peu après emparé de la question des financements dilutifs au travers de la proposition de loi susvisée déposée le 12 mai 2026[40].

Cette proposition ne cache pas son objectif : « *le contentieux suit son cours. Mais les entreprises, elles, ne peuvent pas attendre encore plusieurs années. L'intervention du législateur est donc nécessaire. La proposition de loi vise donc à systématiser le raisonnement et à soumettre à un agrément préalable les fonds qui réalisent ces opérations* »[41].

L'article unique de la proposition de loi, dans sa version amendée par la commission des finances, vise ainsi à créer un article L. 321-1-1 au sein du Code monétaire et financier qui disposerait : « *Constitue le service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers, notamment ceux donnant accès au capital de l'émetteur par conversion, échange, remboursement ou exercice ou à une ou plusieurs unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement, en vue de procéder à la vente de ces instruments ou, le cas échéant, de ceux obtenus à la suite de leur conversion, de leur échange, de leur remboursement ou de leur exercice* »[42].

La méthode envisagée par le législateur, qui consiste à « *systématiser* » la solution jurisprudentielle, apparaît doublement insatisfaisante.

Tout d'abord, elle exclut tout pouvoir de modération du juge[43] et nie ainsi la spécificité des Ocabsa dont les effets contestés résultent non pas du mécanisme lui-même mais des stipulations particulières convenues lors de chaque émission entre un financeur et une société.

Ensuite, elle propose une solution seulement indirecte : en soumettant les financeurs à une obligation d'agrément, les auteurs du texte espèrent qu'ils s'astreindront à des stipulations « raisonnables » lors des émissions.

Elle est donc fondée sur le postulat que les obligations inhérentes à une entité régulée, et plus particulièrement la « déontologie » de cette dernière (« *Un opérateur agréé est soumis à des obligations professionnelles et déontologiques* »[44]), suffiraient à écarter les modalités contestées des Ocabsa.

Pourtant la qualité d'entité régulée ne garantit aucunement qu'aucune faute ne sera commise[45].

Surtout, il paraît critiquable de déléguer aux entités régulées le soin de définir elles-mêmes les conditions « acceptables » d'une émission d'Ocabsa en l'absence de cadre normatif, et peu probable que ces dernières, déjà réticentes à proposer de tels financements, prennent le risque de s'exposer à un tel flou.

À ce titre, le rapport de la commission d'enquête envisageait d'autres pistes de réforme, notamment en encadrant les modalités des Ocabsa : « *D'autres mesures d'encadrement […] pourraient être envisagées comme l'interdiction du recours aux Ocabsa en-deçà d'un prix plancher, la limitation du montant des Ocabsa pouvant être émises, l'encadrement de la décote opérée au moment de la conversion des obligations en actions (voire l'interdiction de cette décote) ou encore l'encadrement strict des commissions d'engagement ou de tirage* »[46].

S'il est douteux qu'il appartienne au législateur d'intervenir pour fixer lui-même les stipulations acceptables des contrats d'émission d'Ocabsa, cette réflexion a le mérite de souligner les caractéristiques contestées de ces titres qui motivent une modification du droit positif.

Au regard de la dénomination de la « *proposition de loi visant à protéger les petits porteurs et les entreprises des fonds vautours* », il est ensuite possible de s'interroger sur les objectifs de protection des « entreprises » et des « petits porteurs ».

Le texte protège-t-il les entreprises ? Les parlementaires soulignent que « *les mécanismes de financement du type Ocabsa répondent à une réalité économique* »[47] ou encore que « *Les interdire reviendrait à priver certaines entreprises cotées d'un outil de financement, au risque de réduire encore l'accès au marché pour des sociétés fragiles mais potentiellement viables* »[48], et par conséquent l'objectif du texte – contrairement au précédent rapport parlementaire[49] – « *n'est pas d'interdire ces instruments mais de mieux les encadrer en soumettant leurs opérateurs à des exigences professionnelles renforcées [en leur imposant un agrément]* »[50].

Néanmoins, cette déclaration de principe – imposer un agrément sans interdire les financements dilutifs – semble difficilement conciliable avec la réalité du marché puisqu'« *il semble que les acteurs régulés qui pratiquaient de tels financements en France se soient retirés, pour diverses raisons tenant à l'existence d'autres activités et à la petite taille des émetteurs concernés, à la politique de risque acceptable, aux*

39 Vincent Vigneau, *Le juge, interprète de la loi, non législateur de l'ombre*, éditorial, *La Lettre de la chambre commerciale, financière et économique*, n° 17, nov. 2025.

40 Proposition de loi n° 2789, déposée le 12 mai 2026.

41 Rapport sur la Proposition de loi, p. 10.

42 Assemblée nationale, texte de la commission des finances sur la proposition de loi n° 2789, n° 2938-A0, 17 juin 2026.

43 Le Rapport sur la Proposition de loi indique que « *l'amendement ne définit donc pas de façon extensive la prise ferme, même s'il précise qu'elle peut porter sur des instruments financiers de type OCABSA : le juge sera par la suite chargé d'analyser si les critères de la prise ferme sont remplis* » (p. 25), mais il semble peu probable que le juge écarte une telle qualification pour les Ocabsa qui sont explicitement visées par le législateur.

44 PPL, exposé des motifs.

45 La lecture des décisions de la Commission des sanctions suffit à s'en convaincre.

46 Rapport de la commission d'enquête, p. 115.

47 Rapport sur la Proposition de loi, p. 11.

48 PPL, exposé des motifs.

49 La dixième recommandation du Rapport de la commission d'enquête préconisait quant à elle l'interdiction pure et simple des Ocabsa et autres instruments similaires.

50 Rapport sur la Proposition de loi, p. 12.

enjeux prudentiels et au risque réputationnel »[51], et le rapporteur relève lui-même que « *en pratique les fonds visés par le dispositif ne pourraient pas se conformer aux obligations nécessaires pour recevoir l'agrément de l'ACPR : l'effet principal du dispositif est ainsi d'empêcher ces acteurs de fournir sur le marché français et européen des financements par Ocabsa* »[52].

Limiter les financements dilutifs à des entités régulées, alors même que ces dernières ne souhaitent manifestement pas en proposer, risque donc en pratique de conduire à la disparition de ces financements.

Une telle disparition préjudicierait aux entreprises, à rebours de l'objectif de la proposition de loi, puisque les Ocabsa constituent le plus souvent le dernier recours pour les entreprises les plus fragiles qui n'ont plus accès aux financements classiques (emprunts bancaires, émissions obligataires simples ou augmentations de capital).

En concentrant les débats sur les financeurs et leurs méthodes parfois douteuses, il est aisé de perdre de vue que les financements dilutifs ne sont jamais imposés aux entreprises mais constituent au contraire des opérations sur le capital soumises à la double approbation des actionnaires et des dirigeants de l'émetteur.

Faut-il protéger les petits porteurs d'eux-mêmes ? Les actionnaires, qui sont les principaux concernés par la baisse du cours et donc par l'effet des Ocabsa que le législateur souhaite combattre, sont également les seuls à pouvoir autoriser l'émission de ces valeurs mobilières composées donnant accès au capital. Cela explique pourquoi l'AMF les a invités « *à être vigilants, lors de la publication de l'ordre du jour, sur les résolutions qui seront débattues et votées, particulièrement celles visant à supprimer leur droit préférentiel de souscription* »[53].

Si les actionnaires ont fait l'objet d'une information suffisante en amont de leur vote – conformément aux recommandations de l'AMF – ils peuvent donc difficilement se plaindre ensuite des conséquences de l'autorisation donnée lorsqu'elle aura entraîné une importante dilution[54].

À titre illustratif, dans l'affaire Auplata[55], les actionnaires avaient autorisé, pour les besoins du projet de construction d'une nouvelle usine d'extraction d'or (fort mal) dénommée « Dieu Merci », une augmentation de capital d'un montant maximal de 37,5 millions d'euros alors que le capital social était limité à 9,5 millions d'euros. Ils avaient également décidé que le prix d'émission des nouvelles actions présenterait une décote maximale de 35 % par rapport au cours de bourse, et avaient donc consenti par avance à une dilution financière massive.

Il ne semble donc pas nécessaire que le législateur intervienne pour protéger les actionnaires d'eux-mêmes.

Le rapport de la proposition de loi vise néanmoins des situations particulières où « *certains fonds s'organisent méticuleusement pour disposer d'un volume suffisant d'actions avant les assemblées générales afin d'y imposer leurs décisions, et les revendent massivement ensuite. Ces pratiques peuvent conduire à des décisions contraires à l'intérêt de long terme de l'entreprise, de ses actionnaires et de ses salariés* »[56]. Dans une telle hypothèse où le sens de la décision d'assemblée générale serait détourné par le financeur, les actionnaires lésés pourraient certainement introduire à son encontre une action en responsabilité pour abus de majorité[57] ou plus largement pour abus de pouvoirs[58].

La baisse du cours ne peut se résumer à la mécanique des Ocabsa. L'explication de la baisse du cours des sociétés faisant l'objet de financements dilutifs, qui constitue selon le législateur la « *difficulté majeure* » posée par les Ocabsa, est trop souvent limitée à un effet mécanique de ces titres alors même que plusieurs autres raisons peuvent l'expliquer.

Il ne faut tout d'abord pas perdre de vue la situation des émetteurs qui ont recours aux financements dilutifs, qui « *n'ont généralement plus accès au crédit, sous quelque forme que ce soit, du fait de leur situation financière dégradée et/ou de leurs perspectives insuffisantes* »[59].

À ce titre, l'avis du HCJP relève que « *sur 100 sociétés, 25 ont ensuite fait l'objet d'une procédure collective, qui s'est terminée la plupart du temps par une liquidation* »[60]. Or, sauf cas particulier (par exemple en présence de *covenants* bancaires), la baisse du cours de bourse ne fait pas peser un risque sur la continuité de l'activité.

Le fait que 25 % des sociétés de l'échantillon représentatif analysé par le HCJP aient rencontré des difficultés opérationnelles suffisamment graves pour entraîner une procédure collective pourrait donc indiquer que la baisse du cours connue par ces sociétés était principalement liée à leur activité plutôt qu'aux Ocabsa émises.

51 Avis HCJP, p. 13.

52 Rapport sur la Proposition de loi, p. 17.

53 AMF, « *OCABSA : à quoi devez-vous faire attention ?* », 22 mars 2022 (v. déjà AMF, communiqué, 15 nov. 2021).

54 Néanmoins l'AMF relève que « *L'assemblée générale autorise une augmentation de capital, soit en fixant elle-même toutes les modalités, soit en déléguant son pouvoir ou sa compétence au conseil d'administration ou au directoire. Lorsqu'elle délègue son pouvoir ou sa compétence, les actionnaires votent sans information précise sur les caractéristiques de l'émission* » (AMF, position-recommandation DOC-2020-06, § 4.1.1, p. 93).

55 Auplata, Assemblée générale mixte du 21 juin 2016, 8e résolution extraordinaire.

56 Rapport sur la Proposition de loi, p. 10.

57 Défini depuis l'arrêt Schumann-Piquard comme une résolution adoptée « *contrairement à l'intérêt général de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment des membres de la minorité* » (Cass. com., 18 avr. 1961, n° 59-11.394).

58 Cass. com., 26 nov. 2025, n° 23-23.363 : « *Il résulte de l'article 1833 du code civil que la décision du conseil d'administration d'une société anonyme ne peut être annulée pour abus de pouvoirs que s'il est démontré que cette décision est contraire à l'intérêt social et qu'elle a été prise dans l'intérêt exclusif de membres du conseil d'administration ou de toute autre personne déterminée, en particulier d'actionnaires* ».

59 AMF, communiqué, 20 juill. 2020 (v. aussi Étude AMF, p. 2).

60 Avis HCJP, p. 10.

Cette hypothèse semble être également corroborée par l'étude américaine susvisée qui indique « *Plusieurs constats sont toutefois également compatibles avec l'hypothèse du financement de dernier recours, selon laquelle les sociétés émettent des obligations convertibles à prix de conversion variable parce qu'elles ne parviennent pas à lever des fonds propres à leur cours actuel, surévalué. Premièrement, la valeur des actifs sous-jacents baisse au cours de l'année qui suit l'annonce de l'émission. Cela suggère que la baisse du cours n'est pas un simple transfert de richesse des actionnaires vers les porteurs d'obligations convertibles. Deuxièmement, les émetteurs sont perçus comme des sociétés à fortes perspectives de croissance, mais affichent de mauvaises performances opérationnelles au moment de l'annonce. […] Troisièmement, la probabilité d'émettre une obligation convertible à prix de conversion variable […] est inversement liée à plusieurs indicateurs de performance opérationnelle de l'exercice précédant l'émission. […] Enfin, les indicateurs comptables de performance opérationnelle tendent à se dégrader au cours des années qui suivent l'émission, par rapport à des sociétés comparables* »[61].

Les auteurs considèrent donc que « *la forte validation empirique de l'hypothèse du financement de dernier recours suggère que la mauvaise réputation des obligations convertibles à prix de conversion variable est injustifiée. De nombreuses sociétés qui ont fait faillite auraient fait faillite plus tôt sans ce financement* »[62].

Il apparaît d'ailleurs moins risqué pour une entreprise de recourir à ces instruments en capital plutôt qu'à un emprunt classique susceptible de la placer en situation de défaut, et l'obtention d'un financement avec des Ocabsa peut dans certains cas permettre de traverser des difficultés ponctuelles en évitant la mise en œuvre d'une procédure collective[63].

Ensuite, le montant (brut) des financements accordés apparaît très souvent excessif. Le régulateur belge (FSMA) a relevé à cet égard que « *le montant du financement s'élève en moyenne à 30 % de la capitalisation boursière au moment de son octroi. Dans certains cas, le financement consenti est même égal à la capitalisation boursière de l'émetteur au moment de la conclusion de la convention avec le prêteur* »[64], et « *L'AMF a parfois observé des autorisations pour des montants d'émission d'OCABSA représentant jusqu'à 15 fois la capitalisation boursière* »[65]. La souscription de financements aussi conséquents est par nature susceptible de faire douter le marché sur la pérennité de l'activité et d'amoindrir la valorisation de l'émetteur.

En outre, les émetteurs « *dont le cours de bourse s'est le plus déprécié ont mis en place des programmes de financement multiples et successifs avec différents intermédiaires en ayant recours à différents instruments financiers. Elles ont également procédé [à] de nombreuses opérations portant sur le capital de la société et ont notamment réduit la valeur nominale des actions de façon répétée* »[66]. C'est donc un usage peut-être excessif de cet outil de financement qui cause les chutes de cours les plus brutales.

Ces deux derniers facteurs semblent d'ailleurs confirmés par une « *étude événementielle à long terme* »[67] réalisée sur une centaine d'émissions d'obligations convertibles[68] réalisées par des entreprises françaises entre 1990 et 2002, qui relève que « *les émetteurs d'OC ayant procédé à une ou plusieurs émission d'actions durant les trois années précédant l'émission sont les plus concernés par la dégradation de la performance opérationnelle* » et que « *nos résultats mettent en exergue une sous-performance médiane significative […] et particulièrement élevée chez les émetteurs ayant une taille d'émission relativement importante* ».

Enfin, l'étude réalisée par l'AMF souligne que l'émission d'Ocabsa n'entraîne pas nécessairement une baisse durable et irrémédiable du cours puisque 17 % des sociétés de l'échantillon ont vu leur cours évoluer à la hausse dans des conditions parfois très importantes (entre 0,5 % et 826 %)[69].

En définitive, l'intervention législative n'apparaît pas nécessaire si elle est principalement motivée par la baisse du cours puisque cette dernière ne résulte pas exclusivement des Ocabsa.

La responsabilité des dirigeants. Étant donné que les conséquences contestées des Ocabsa résultent principalement des « *dispositions contractuelles spécifiques de certaines de ces émissions* »[70], ce sont en réalité les dirigeants – entourés de leurs conseils – qui devraient être le principal rempart contre les opérations excessives.

Toute émission constitue en effet une décision de gestion imposant aux mandataires sociaux de choisir un financeur et de négocier avec lui les termes du contrat d'émission conformément à l'intérêt social.

Leur responsabilité est à ce titre susceptible d'être engagée[71] par tout actionnaire[72] considérant que les stipulations du contrat d'émission sont contraires à l'intérêt social. Une telle

61 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit.*, p. 414-415 (traduction libre).

62 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit.*, p. 384 (traduction libre).

63 À titre illustratif, la société Adomos a indiqué avoir obtenu la validation de son plan de continuation grâce au soutien financier d'un financeur au travers d'Ocabsa (Adomos, communiqué de presse, 5 déc. 2025), et a par la suite annoncé une amélioration sensible de son activité (Adomos, communiqué de presse, 27 juill. 2026).

64 FSMA, Communication du 1er février 2023, Les risques liés aux émissions d'obligations convertibles et autres *equity lines* par des sociétés cotées en difficulté financière, p. 4.

65 AMF, « *La modalité de financement par OCABSA* », 20 juill. 2020.

66 Étude AMF, p. 9.

67 K. Elbadraoui, J.-J. Lilti et B. M'zali, *La performance opérationnelle à long terme des entreprises françaises émettrices d'obligations convertibles*, *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, n° 3, sept. 2008, p. 125-154.

68 L'étude exclut expressément les émissions d'Ocabsa (p. 132).

69 Étude AMF, p. 6.

70 AMF, communiqué, 20 juill. 2020.

71 Art. L. 225-251 C. com.

72 Agissant *a priori* au titre d'une action sociale *ut singuli* afin d'obtenir la réparation du préjudice subi par la société, conformément à l'art. L. 225-252 C. com., puisque la baisse du cours est considérée comme un préjudice social et non un préjudice individuel d'actionnaire (p. ex. Cass. com., 17 déc. 2025, n° 23-18.998).

hypothèse semble d'ailleurs avoir été envisagée par l'AMF qui a étendu son alerte aux mandataires sociaux dans son deuxième communiqué et a « *attir[é] leur attention sur la responsabilité qui leur incombe dans la mise en œuvre de ces instruments* »[73]. Les dirigeants peuvent d'ailleurs aisément connaître les quelques financeurs ayant une réputation sulfureuse puisque le marché semble très concentré autour d'une dizaine seulement d'« *Ocabseur* »[74].

Le rapport de la commission d'enquête parlementaire fait état d'un témoignage rapportant des « *méthodes de séduction* »[75] déployées par les financeurs auprès des dirigeants afin de les mettre en situation de conflit d'intérêts et de les amener à conclure des contrats de financement douteux. De telles méthodes, *a priori* susceptibles d'engager les responsabilités civile et pénale des dirigeants impliqués, démontrent que sans l'accord de dirigeants non avertis ou peu scrupuleux aucun financement excessif ne peut être mis en place.

Au-delà de ces hypothèses particulières, si un dirigeant a recours aux Ocabsa malgré leur mauvaise réputation – il est d'ailleurs notable que les émetteurs aient continué à en émettre malgré les nombreux communiqués de l'AMF alertant sur leurs risques[76] –, c'est très probablement parce qu'il s'agit « *du dernier produit de financement pour lui avant la faillite* »[77].

Il n'est donc pas illégitime que le dirigeant prenne la responsabilité de privilégier l'intérêt de la société à celui de ses actionnaires, qui vont certes devoir supporter une chute brutale du cours de bourse mais qui ont accepté un tel risque en leur qualité d'ultimes créanciers de l'entreprise.

Renforcer encore davantage l'information délivrée plutôt qu'imposer un agrément aux financeurs. En définitive, sans pour autant constituer un plaidoyer pour les Ocabsa dont l'usage n'est pas toujours judicieux, l'analyse de ces instruments de financement souligne que leurs effets contestés – principalement la baisse du cours de bourse – résultent non seulement des stipulations des contrats d'émission mais aussi de la situation financière des émetteurs y ayant recours.

Comme le souligne le Professeur Pascal Quiry, il ne faut donc pas confondre la cause et la conséquence : ce sont des difficultés opérationnelles aiguës qui conduisent des émetteurs à recourir aux Ocabsa et le taux de succès de ces instruments n'est pas incohérent au regard de celui du capital-risque.

Par ailleurs l'intervention législative qui est envisagée, axée sur les modalités des émissions, semble mettre à la charge des seuls financeurs la responsabilité de ces stipulations particulières et envisage donc de renforcer la déontologie de ces derniers en leur imposant un agrément.

Le droit des sociétés devrait pourtant suffire puisqu'il impose déjà la vigilance des principaux intéressés : l'émission des Ocabsa est soumise à l'autorisation préalable des actionnaires et les dirigeants doivent s'assurer de convenir avec le financeur des stipulations conformes à l'intérêt social.

Le détournement de ces mécanismes et les manquements susceptibles d'intervenir dans le cadre de financements dilutifs sont par ailleurs susceptibles d'être sanctionnés, notamment au travers de la responsabilité civile et des abus de marché.

Il ne semble donc pas nécessaire de prévoir des dispositions législatives *ad hoc* pour encadrer davantage – mais de façon indirecte – les financements dilutifs.

Le principal défaut des Ocabsa étant la difficulté pour certains petits porteurs[78] d'appréhender les risques qui en résultent, il semblerait néanmoins utile de prolonger les efforts de l'AMF en matière d'obligations d'information. L'autorité pourrait par exemple :

- recommander aux émetteurs envisageant un financement dilutif, ou ayant un tel financement en cours[79], de prévoir sur leur site internet une page dédiée et actualisée afin de présenter l'ensemble de ses caractéristiques[80]. Cette présentation pourrait notamment préciser la dilution déjà réalisée et fournir plusieurs scénarios de dilution en fonction notamment de l'évolution du cours de bourse.

  Le régulateur italien (la Consob) semble s'être récemment engagé dans cette voie en sollicitant des émetteurs la publication d'une mise à jour mensuelle du programme dilutif au travers d'un tableau récapitulatif retraçant l'opération depuis son origine et indiquant notamment la dilution cumulée[81].

- préciser les principales caractéristiques des Ocabsa qui lui sembleraient acceptables[82] et, dans l'hypothèse où ces caractéristiques ne seraient pas respectées pour un financement, publier un communiqué nominatif visant

73 AMF, communiqué, 15 nov. 2021, « *L'AMF alerte les sociétés cotées, les mandataires sociaux et les investisseurs sur les risques associés aux financements sous forme d'equity lines et d'OCABSA* ».

74 Avis HCJP, annexe 8, p. 58.

75 « *des méthodes de séduction sont déployées en direction de dirigeants d'entreprise : un témoin a évoqué des invitations régulières aux Bahamas, des frais payés, des billets d'avion en première classe ou en jet privé offerts, etc.* » (Rapport de la commission d'enquête, p. 111).

76 Le recensement mené par le groupe de travail du HCJP a observé « *une accélération de l'augmentation du nombre d'opérations à partir de 2017 et un « pic » de leurs montants annoncés en 2021* » (p. 10).

77 Pascal Quiry, cf. *infra*.

78 L'avis HCJP relève au terme de son étude : « *une différence importante peut être observée entre les investisseurs institutionnels qui, en dépit de la dilution, comprennent la nécessité pour l'émetteur de recourir à ces financements, et les investisseurs individuels, qui ont plus de difficulté à appréhender ces financements et à comprendre les risques encourus et sont par conséquent plus exposés au risque de perte en capital* » (p. 14).

79 Afin d'informer les nouveaux actionnaires susceptibles d'acheter une participation après l'autorisation par l'assemblée.

80 Les émetteurs publient déjà des tableaux de suivi indiquant le nombre d'obligations converties et de BSA exercés et le solde disponible, conformément à la recommandation de l'AMF qui invite l'émetteur à présenter une information concernant les tirages effectués (AMF, position-recommandation DOC-2020-06, § 4.1.3, p. 97).

81 Consob, communication n° 13/25, 4 juill. 2025.

82 En reprenant éventuellement les critères envisagés par la commission d'enquête (Rapport de la commission d'enquête, p. 115-116) : un prix plancher, la limitation du montant des Ocabsa pouvant être émises, l'encadrement de la décote opérée au moment de la conversion des obligations en actions, l'encadrement des diverses commissions dues au financeur, …

à alerter le marché.

L'encadrement de la décote de conversion semble être le principal enjeu, puisque l'étude empirique susvisée relève que « *nous constatons que la décote de conversion est corrélée négativement et significativement à la performance à long terme des émetteurs. La probabilité d'être radié de la cote après l'émission augmente significativement avec la décote de conversion* »[83].

À défaut de constituer nécessairement une faute civile[84], la méconnaissance de ces caractéristiques par un financeur et des dirigeants dans le cadre d'une émission constituerait un indice d'une telle faute.

- publier une liste des financeurs déjà sanctionnés ou n'ayant pas respecté ses recommandations dans le cadre de précédentes émissions.

83 Pierre Hillion et Theo Vermaelen, *art. cit.*, p. 414 (traduction libre).

84 Cass. com., 9 juill. 2025, n° 23-15.492, point 21.

OCABSA, ne pas confondre la cause et la conséquence, regarder devant plutôt que derrière

Par Pascal Quiry

Il est bien documenté depuis quelques années maintenant[1] que des investisseurs en Bourse, essentiellement des petits porteurs, actionnaires d'entreprises qui ont émis des Obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions (OCABSA), après y avoir été autorisées par l'assemblée générale des actionnaires, ont pu voir leur investissement perdre 99 %, ou 99,9 % de sa valeur initiale.

Nous renvoyons à l'article qui précède de Quentin Bertrand qui décrit avec clarté le mécanisme par lequel le fonds qui a souscrit les OCABSA à des prix inférieurs aux cours de Bourse du moment convertit ensuite les obligations convertibles en actions de l'émetteur, qui sont alors cédées sur le marché, sans considération de l'impact de ces ventes importantes sur des marchés faiblement liquides, entraînant ainsi une chute brutale des cours, parfois jusqu'à réduire la valeur du titre à quelques centimes symboliques.

L'entreprise a ainsi trouvé des capitaux propres nécessaires à son financement, le fonds fait le plus souvent des profits significatifs, et les petits porteurs enregistrent des moins-values tout aussi significatives.

Comme la Cour de cassation l'a bien analysé d'un point de vue financier[2], il s'agit de la part du fonds qui souscrit aux OCABSA d'un rôle de prise ferme comme dans une opération d'ABB (*Accelerated Book Building*)[3], où celui qui prend ferme des titres avec une décote sur le cours de Bourse du moment se hâte de les céder dans le marché avec une décote plus faible, espère-t-il, pour faire son profit. En fait, l'OCABSA est l'ABB du pauvre ! La plus petite taille de ces opérations s'accompagnant d'une décote supérieure, et d'une dilution consécutive beaucoup plus élevée.
Il y a déjà une vingtaine d'années, on a assisté à une vague d'introductions en Bourse de sociétés de biotechnologie venant se faire coter à Paris (BioAlliance Pharma, Cellectis, Hybrigenics, Innate Pharma, Vivalis, Quantum Genomics, Deinove, etc.) après les pionniers Genset et NicOx du tournant du siècle. Puis à partir de 2013, des entreprises du secteur des *med-tech*, des *clean-tech*, des *green-tech*, etc. ont suivi. À cet égard, l'introduction en Bourse de Blue Solutions, la filiale de production et d'exploitation de batteries électriques du groupe Bolloré (Auto Lib), en octobre 2013 a marqué un tournant. Ce fut un immense succès tant auprès des investisseurs institutionnels français ou étrangers que des particuliers (l'offre est sursouscrite plus de 10 fois). Le premier jour de cotation, le cours s'établit en progrès de 45 % sur son prix d'introduction. Huit mois après, la capitalisation boursière était de plus d'un milliard d'euros, pour une entreprise qui réalisa des ventes 2013 de 47 M€ et des pertes de 36 M€. À l'horizon 2017, les ventes étaient attendues à plus de 200 M€ avec environ 60 M€ d'excédent brut d'exploitation[4].

D'autres *clean-tech* moins connues se sont introduites sur Alternext, ancêtre d'Euronext Growth, dans la foulée pour lever des fonds : Fermentalg, Innoveox, etc.

Toutes ces sociétés avaient une particularité qui les distinguait de leurs prédécesseurs : elles étaient à la recherche d'un modèle économique viable, étant pour la plupart en pertes, et pour cela elles avaient besoin de trouver des capitaux propres supplémentaires. En quelque sorte, la Bourse s'était encanaillée en accueillant en son sein des entreprises d'un profil bien différent du profil de la quasi-totalité des entreprises alors cotées.

Force est de constater que cette tentative sympathique d'élargir le rôle de la Bourse au financement du capital-risque est un échec. Rares sont les entreprises alors introduites à avoir réussi leur aventure entrepreneuriale et à s'être muées en en-

1 AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity lines*, octobre 2022.

2 Chambre commerciale, 9 juillet 2025, n° 23-15.492.

3 *Lettre Vernimmen* n° 230 d'octobre 2025, Augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription des sociétés cotées réalisées par ABB.

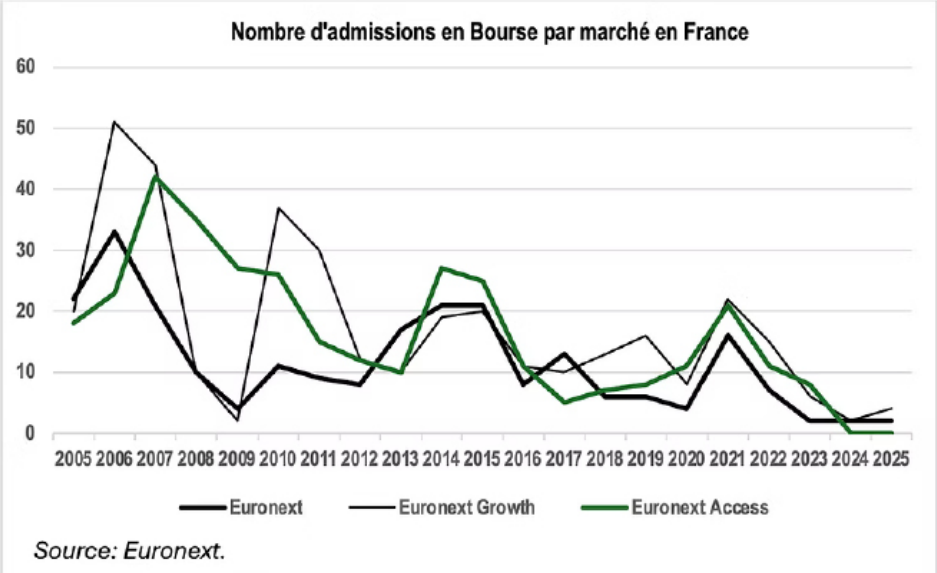
4 La réalité fut bien différente conduisant le groupe Bolloré à retirer de la cote Blue Solutions fin 2020.

treprises viables et profitables. Citons Abivax introduite en 2015 et qui capitalise actuellement 7 Md€. La plupart des autres ont végété, ont fait faillite, ont été rachetées ou ont émis des OCABSA pour se donner une ultime chance.

Car un entrepreneur ou un dirigeant qui choisit un financement par OCABSA ne le fait pas par hasard. Il n'est pas naïf, il sait que ce produit entraîne nécessairement une chute du cours de l'action. Mais ce n'est pas son problème premier. Son problème premier est de trouver des capitaux propres pour poursuivre son aventure entrepreneuriale, qui est peut-être à un tournant décisif, et si cette étape est franchie, le cours se redressera ensuite. Il sait aussi qu'il n'y a pas d'autre alternative, que c'est le dernier produit de financement pour lui avant la faillite, puisque ses actionnaires ne veulent ou ne peuvent plus souscrire à des augmentations de capital classiques. Alors il le prend.

Autrement dit, ce sont des entreprises bien particulières qui émettent des OCABSA, et dire que l'OCABSA les entraîne à la faillite, c'est confondre la cause et la conséquence. C'est parce qu'elles sont en difficultés opérationnelles aiguës qu'elles émettent des OCABSA. Ce n'est pas parce qu'elles ont émis des OCABSA qu'elles connaissent de ce fait des difficultés. Certes leurs cours peuvent avoir de ce fait beaucoup baissé, mais leur solvabilité et leur liquidité ont été renforcées par l'émission d'OCABSA qui a repoussé dans le temps le moment du jugement dernier, ce qui n'est pas le moindre des paradoxes.

Quand on regarde le nombre d'introductions à la Bourse de Paris dans le temps, qu'illustre ce graphique :



on se rend compte que la phase Capital-risque de la Bourse de Paris est bien derrière nous : il y a 10 fois moins d'introductions en Bourse en 2026 qu'il n'y en avait en 2014-2015, 4 à ce jour. Surtout les entreprises qui s'introduisent en Bourse sont de nouveau profitables, ont un modèle économique établi, et si elles font des augmentations de capital, ce sera par la voie classique ABB ou avec DPS, pas par OCABSA : Stif, Odyssée, Raising Stone, D.A.T.E, Le Slip Français, etc.

En conséquence de quoi, légiférer ou pas sur les OCABSA est probablement peu important en 2026, car toutes les entreprises cotées qui pouvaient émettre des OCABSA, l'ont fait. Certaines ont été sauvées grâce à ce produit de financement à mauvaise réputation. En effet, l'AMF relevait en 2022[5] que si 83 % des entreprises qui avaient eu recours à des OCABSA avaient vu ensuite leurs cours de Bourse baisser de 72 % en moyenne, 17 % l'avaient vu augmenter, non pas en raison de l'émission des OCABSA en tant que telle, mais parce que le produit de cette émission leur avait permis de franchir les derniers mètres qui les séparaient du succès. D'autres non finançables autrement ont disparu des radars ou sont devenues des entreprises zombies, car elles n'ont pas su trouver un modèle économique viable. Le flux de nouvelles introductions en Bourse relevant plus du capital-risque que de la Bourse est tari probablement pour un long moment. Ce qui fait que l'on ne devrait pas voir de sitôt de nouvelles OCABSA de la part d'entreprises cotées.

Si légiférer c'est tuer le produit OCABSA, le mieux est de ne pas légiférer, car tout critiqué qu'il est, il a permis à 17 % des entreprises qui y ont eu recours de ne pas disparaître, et de rebondir comme en témoigne un cours de Bourse supérieur à celui de l'émission d'OCABSA. Ce n'est pas un si mauvais taux de succès dans le domaine du capital-risque où les pertes partielles ou totales du capital sont estimées entre 60 et 90 % des cas, et les succès, au sens de ne pas détruire du capital, entre 10 et 40 %. ■

5 AMF, Étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou *equity lines*, octobre 2022.

Le détenteur du contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce

Auteur(s)

Dominique Schmidt
Agrégé des facultés de droit, Avocat honoraire, barreau de Paris

L'article L. 233-3 du Code de commerce énonce :

> *« I.- Toute personne, physique ou morale, est considérée, pour l'application des sections 2 et 4 du présent chapitre, comme en contrôlant une autre :*
>
> *1° Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de votedans les assemblées générales de cette société ;*
>
> *2° Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société ;*
>
> *3° Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société ;*
>
> *4° Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société.*
>
> *II.-Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne.*
>
> *III.-Pour l'application des mêmes sections du présent chapitre, deux ou plusieurs personnes agissant de concert sont considérées comme en contrôlant conjointement une autre lorsqu'elles déterminent en fait les décisions prises en assemblée générale ».*

1. Ce texte définit les traits du détenteur du contrôle. Il évoque le contrôle détenu par une seule personne - contrôle exclusif - et (depuis la loi du 11 décembre 2001) le contrôle détenu par deux ou plusieurs personnes agissant de concert - contrôle conjoint. Il fixe le lieu où se situe et s'apprécie le contrôle : « *les assemblées générales* »[1] ; il admet, au 4° du I, une exception dans le cas où une personne a le « *pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance* »[2].

Enfin, il considère que détient le contrôle l'actionnaire qui dispose de droits de vote lui permettant, pendant une « *durée significative* »[3], d'« *imposer sa volonté* »[4]. Le contrôle est ainsi lié à la quantité et à l'exercice des droits de vote détenus.

2. Selon le 1° du I, une personne contrôle la société si elle « *détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société* ». Par détention indirecte, on entend les droits de vote détenus par une ou plusieurs sociétés que cette personne contrôle[5]. Cette disposition impose non point la détention de la majorité du capital, mais la déten-

1 Il s'agit des assemblées générales ordinaires ; nul ne soutiendrait que l'actionnaire qui détient 64 % des droits de vote (au sens du 1° du I) dans les assemblées générales ne contrôle pas la société au motif que ce pourcentage ne lui permet pas de décider seul en assemblées générales extraordinaires.

2 Cette disposition, qui ne s'applique pas aux sociétés dans lesquelles seule l'assemblée peut nommer ou révoquer les membres des organes d'administration ou de surveillance, confirme indirectement l'importance déterminante pour la caractérisation du contrôle de ce pouvoir de nommer et de révoquer ces membres.

3 Cette exigence de durée ne figure pas explicitement dans le texte mais la Cour de cassation, par deux arrêts (Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14362, FS-B – Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14467, FS-B : BJB janv. 2026, n° BJB202m5, note S. Torck ; BJB mars 2026, n° BJB202n9, note S. Torck ; BJS janv. 2026, n° BJS204g2, note H. Le Nabasque ; JCP E n° 6, 05 février 2026, 1044, note P. Barban ; Revue des sociétés 2026, p. 106, note D. Schmidt), l'impose à juste titre car le contrôle ne saurait résulter d'un pouvoir éphémère ou fortuit de domination dans les assemblées.

4 Les mots « imposer sa volonté » sont employés par les arrêts précités Cass. com., 28 novembre 2025, point 32.

5 Cass. com. 28 novembre 2025, point 29.

tion de la majorité des droits de vote dans les assemblées ; ces droits se calculent d'après les droits de vote existants et exerçables : lorsque le capital comprend des actions sans droit de vote (actions auto-détenues, actions de préférence sans droit de vote, actions privées de droit de vote), l'actionnaire, serait-il minoritaire en capital, impose les décisions s'il détient la majorité des droits de vote exerçables en assemblées.

3. Selon le 2° du I, détient le contrôle la personne qui « *dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société* ». L'accord ainsi visé a pour objet le transfert des droits de vote d'un ou de plusieurs actionnaires à l'un d'entre eux : cet accord procède non point d'une convention de vote, laquelle n'a pas d'effet translatif et relève du contrôle conjoint, mais d'une cession avec pacte de rétrocession, d'un portage, d'une fiducie, d'un prêt, accords portant sur des actions et/ou des droits de vote.

4. Le 3° du I élargit sensiblement le contrôle au sens des deux dispositions précédentes en ce qu'il énonce qu'une personne est considérée comme contrôlant la société lorsqu'elle « *détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société* ». Cette disposition qui n'impose pas une majorité ouvre la potentialité d'un contrôle minoritaire, tout comme celle énoncée au II du même article instaurant une présomption de contrôle quand une personne détient « *une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne* » : c'est le cas de l'actionnaire prépondérant.

5. Comment une personne qui dispose d'un nombre minoritaire de droits de vote exerçables peut-elle déterminer en fait les décisions en assemblées générales ?

6. Un premier élément de réponse tient à la distinction entre les droits de vote exercés et les voix exprimées. L'article L. 225-98 du Code de commerce prescrit que l'assemblée générale ordinaire « *statue à la majorité des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul* ». Ce texte ne retient que les voix exprimées et écarte la prise en compte des droits de vote existants et des droits de vote exercés. Au vu de cette prescription, deux situations peuvent se présenter dans lesquelles un actionnaire qui ne détient pas, directement ou indirectement, une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote exerçables dans les assemblées générales peut néanmoins imposer sa volonté :

7. Première situation : un actionnaire détient un nombre de droits de vote qui représente plus de la moitié des droits de vote détenus par les personnes admises à participer à l'assemblée. Ce cas se rencontre lorsque le quorum atteint est très faible. Il en est ainsi lorsqu'un minoritaire détient 29 % du capital et des droits de vote dans une assemblée réunissant un quorum s'élevant à 50 % du capital et des droits de vote : ce minoritaire détermine en droit la décision car ses seules voix l'emportent.

8. Deuxième situation : un actionnaire détient un nombre de droits de vote qui représente plus de la moitié des voix exprimées par les actionnaires admis à participer à l'assemblée. Ce cas se rencontre lorsque de nombreux actionnaires présents ou représentés se sont abstenus de voter. Exemple : le quorum de l'assemblée s'élève à 100, les abstentions s'élèvent à 40, le minoritaire qui dispose de 40 voix est en mesure d'imposer sa volonté.

9. Une troisième situation peut se présenter : un actionnaire est en position d'arbitrer entre les opposants et les défenseurs d'un projet de résolution. Si cet actionnaire dispose de 40% des voix exprimées, et si les opposants disposent de 30% des voix exprimées, ce minoritaire ne peut pas prendre la décision, laquelle requiert la réunion de plus de 50 % des voix exprimées. Mais cet actionnaire, selon qu'il vote avec les défenseurs du projet de résolution ou avec les opposants, va déterminer le sens du vote : adoption ou rejet. Il le détermine non point en droit mais en fait.

10. Est-ce que cette troisième situation[6] répond au 3° du I ? Cette question fait l'objet d'un contentieux en cours concernant le contrôle de la société cotée Vivendi par la société Bolloré. Vivendi regroupe environ 4 000 actionnaires qui ne disposent chacun que d'une très faible participation, à l'exception de deux d'entre eux : l'un détenant 6% du capital et Bolloré détenant 29,9%.

11. Saisie d'une demande présentée par un actionnaire de Vivendi (la société Ciam Fund), l'Autorité des marchés financiers a considéré, par une décision non motivée du 13 novembre 2024[7], que Bolloré ne contrôle pas Vivendi. La cour d'appel de Paris annule cette décision le 22 avril 2025[8] et juge que Bolloré contrôle Vivendi en retenant d'une part, le nombre des voix exprimées par Bolloré en assemblées et d'autre part, « *un ensemble de circonstances telles que la qualité de principal actionnaire, la position stratégique de celui-ci et sa notoriété* ».

12. Cet arrêt est partiellement cassé par les arrêts précités du 28 novembre 2025 : la Cour de cassation juge qu'une personne ne détermine en fait les décisions dans les assemblées générales « *que par les seuls droits de vote dont elle dispose* » et reproche donc à la cour d'appel d'avoir ajouté un critère

6 On objectera que reconnaître une telle approche crée une insécurité juridique sur la notion de contrôle d'une société et sur ses éléments d'appréciation. L'objection est sérieuse mais il convient de considérer avec la même attention l'insécurité résultant d'une non-révélation volontaire d'une situation de contrôle d'une société, créée par l'aptitude d'un seul actionnaire à déclencher selon sa volonté la formation d'une majorité. Cette insécurité porte atteinte à la transparence du marché, à l'information des investisseurs et à la protection des intérêts des actionnaires.

7 AMF, déc. n° 224C2288 du 13 novembre 2024. Voir l'intéressant commentaire de V. Malassigné, Droit des sociétés n° 1, Janvier 2025, comm. 5.

8 CA Paris, Pôle 5 – Chambre 7, 22 avril 2025, n° 24/19036 : D. 2025 p.832, note A Couret ; Droit des sociétés n° 7, Juillet 2025, comm. 74, note J. Hamelin ; Revue de Droit bancaire et financier n° 3, mai-juin 2025, et BJS juin 2025, n° BJS203w7, note H. Le Nabasque ; Revue des sociétés 2025, p. 554, note H. Nadjar ; RTD Com. 2025 p.468, note N. Rontchevsky ; RTDF 2025, n° 2, p. 3, note A. Pietrancosta ; BJB mai-juin 2025, n° BJB202f2, note D. Schmidt.

tiré d'un « *ensemble de circonstances* ». Elle saisit les données de ce contentieux pour interpréter les mots « déterminer en fait les décisions » employés par l'article L. 233-3, I, 3°, : elle retient qu'une personne détermine en fait les décisions dans les assemblées générales « *lorsque leur nombre lui permet d'imposer sa volonté lors des assemblées générales* » ; puis elle précise qu'il « *en est ainsi lorsque, pendant une durée significative, cette personne physique ou morale, … bien que ne détenant pas directement ou indirectement plus de la moitié des droits de vote exercés dans les assemblées générales par les actionnaires présents ou représentés ou votant à distance, elle détermine, par le seul exercice des droits de vote dont elle dispose directement ou indirectement, le sens du vote dans les assemblées générales* [9]». On constate que la Cour suprême retient la détermination en fait du « sens du vote », ce qui nous paraît signifier que l'expression « *déterminer en fait (…) les décisions* », employée par le texte de loi, englobe la détermination en fait du sens du vote.

13. Que faut-il entendre par les mots « déterminer en fait » et par les mots « le sens du vote » ? Le verbe « déterminer » reçoit plusieurs acceptions dont « *faire prendre à quelqu'un une décision, un parti, une résolution* »[10], ou « *amener quelqu'un à tel ou tel acte, l'y pousser ou l'en persuader* »[11], ou encore « *amener quelqu'un à prendre une décision* »[12]. Déterminer « *le sens du vote* » n'est pas prendre la décision mais déclencher la formation d'une majorité décidant dans le sens voulu par cet actionnaire : tel est le cas lorsque cet actionnaire est prépondérant et qu'aucun autre actionnaire ne dispose d'un nombre de voix lui permettant, à lui seul, de déterminer le sens du vote.

La situation ici évoquée dépend de plusieurs facteurs relatés dans le procès-verbal de l'assemblée :

- le nombre d'actions ayant le droit de vote qui participent à l'assemblée,
- la dispersion du capital et des droits de vote entre de nombreux actionnaires,
- la présence d'un actionnaire « prépondérant », disposant d'un nombre de droits de vote très supérieur à ceux de tout autre actionnaire,
- ainsi que les votes divergents entre les actionnaires.

14. La société Ciam Fund soutient que les procès-verbaux des assemblées de Vivendi montrent que le capital de cette société est fortement dispersé, que Bolloré est l'actionnaire prépondérant, que les voix qu'il a exprimées représentent entre 40 et 45 % des voix exprimées en assemblées et que les autres actionnaires se divisent sur le sens du vote, si bien que le nombre de voix dont dispose Bolloré lui permet, depuis plusieurs années, de déterminer en fait le sens du vote. Ces éléments factuels appellent à un examen approfondi.

15. Mais, saisie sur renvoi après la cassation partielle du 28 novembre 2025, la cour d'appel de Paris[13], le 8 juillet 2026, affirme d'emblée que le contrôle de fait n'existe que lorsque le minoritaire dispose de la majorité des voix exprimées et relève que Bolloré n'a jamais détenu « *la majorité absolue des droits de vote dans les assemblées générales de Vivendi* ». Elle estime que « *l'article L. 233-3, I, 3°, impose une approche du contrôle de fait incompatible avec le recours à d'autres critères que l'existence d'une majorité des droits de vote exprimés ou exercés*[14] *dont dispose l'actionnaire considéré* ». En conséquence, elle rejette la potentialité d'un contrôle par l'actionnaire prépondérant en mesure de déterminer en fait le sens du vote par arbitrage entre les actionnaires divisés. Ciam Fund a formé un pourvoi contre ce rejet. ■

9 Cass. com., 28 novembre 2025, point 33.

10 Centre national des ressources textuelles et lexicales, V° Déterminer

11 Dictionnaire Larousse, V° Déterminer.

12 Dictionnaire de l'Académie française, V° Déterminer.

13 Cour d'appel de Paris, Pôle 5 - Chambre 7, 8 juillet 2026, n° 25/20399.

14 En employant les mots « exprimés ou exercés », la cour d'appel hésite sur les droits de vote à prendre en compte.

Rubrique

CONTENTIEUX FINANCIER INTERNATIONAL et EUROPÉEN

L'exigence de transparence à l'épreuve des prêts en devise commercialisés aux travailleurs frontaliers

Auteur(s)



Élodie Valette
Avocat associé, Bryan Cave Leighton Paisner LLP



Jules Grasso
Collaborateur senior, Bryan Cave Leighton Paisner LLP

Le contentieux des prêts immobiliers libellés en francs suisses, longtemps circonscrit aux prêts dans lesquels la monnaie de compte diffère de la monnaie de remboursement, connaît depuis l'été dernier un prolongement inattendu. Des emprunteurs, travailleurs frontaliers percevant leurs revenus en francs suisses, ayant souscrit des prêts libellés et remboursables dans cette même devise pour financer l'acquisition d'un bien situé en France, invoquent à leur tour le caractère abusif des clauses relatives au risque de change stipulées dans leurs prêts. La configuration est pourtant radicalement différente : aucune opération de conversion n'est nécessaire à l'exécution du contrat, puisque l'emprunteur rembourse dans la devise même qu'il perçoit. La Cour de cassation avait dans un premier temps répondu, sans ambiguïté, que la question ne se posait pas : par un arrêt du 1er mars 2023[1], elle a jugé qu'un tel prêt ne fait naître aucun risque de change, compte tenu de l'absence d'opération de conversion. Puis, par quatre arrêts du 9 juillet 2025[2], elle a opéré un revirement. Ce revirement mérite d'être examiné de près (I.), tant il fait peser sur l'ensemble des prêts concernés une incertitude qui appelle, en retour, des garde-fous (II.).

I. Le renversement de juillet 2025 : du risque structurel au risque exogène

A. Une jurisprudence initialement bâtie sur un risque inhérent à la structure du prêt

L'article 4, paragraphe 2, de la directive 93/13/CEE, transposé à l'article L. 212-1, alinéa 3, du code de la consommation[3], est clair : l'appréciation du caractère abusif d'une clause ne porte ni sur la définition de l'objet principal du contrat ni sur l'adéquation du prix, dès lors que ces clauses sont rédigées de façon claire et compréhensible. Les clauses relatives au remboursement d'un prêt en devise étrangère définissent l'objet principal du contrat. Elles échappent donc, par principe, au contrôle du déséquilibre significatif. L'exigence de transparence n'est qu'une exception à ce principe : elle replace dans le champ du contrôle les clauses qui, faute de clarté, priveraient le consommateur de la possibilité d'évaluer la portée de son engagement.

Pendant plus d'une décennie, le risque de change sanctionné par cette jurisprudence a toujours été le même : un risque inhérent à la structure même de l'opération de crédit. La Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) l'a dit sans détour : les clauses contestées « *matérialisent le risque de change découlant des variations de la parité entre la monnaie de compte et la monnaie de paiement* »[4]. Ce risque naît de la discordance entre la devise de l'emprunt (la monnaie de compte) et celle du remboursement (la monnaie de paiement) : à chaque échéance, il faut convertir, et le résultat dépend du taux du jour. La Recommandation du Comité européen du risque systémique du 21 septembre 2011, que la CJUE reprend dans ses arrêts fondateurs[5], qualifie d'emprunteur « *non couvert* » celui qui ne dispose pas d'une couverture naturelle ou financière contre ce risque, la couverture naturelle étant précisément celle que procure la perception de revenus dans la devise du prêt.

C'est cette grille que la Cour de cassation a appliquée le 1er mars 2023 : un prêt consenti en francs suisses et remboursable dans cette même devise, souscrit par des emprunteurs

1 Cass., civ. 1re, 1er mars 2023, n° 21-20.260.

2 Cass., civ. 1re, 9 juill. 2025, n° 24-19.647, n° 24-18.018, n° 24-14.352, n° 23-23.066.

3 Directive 93/13/CEE du 5 avril 1993 concernant les clauses abusives dans les contrats conclus avec les consommateurs.

4 CJUE, 10 juin 2021, *BNP Paribas Personal Finance*, C-776/19 à C-782/19.

5 CJUE, 20 septembre 2017, *Andriciuc e.a.*, C-186/16, § 50.

percevant leurs revenus en francs suisses, ne fait naître aucun risque de change. Les clauses litigieuses échappent donc au contrôle des clauses abusives. La solution a été largement approuvée[6]. Elle rejoint d'ailleurs la définition légale du risque de change de l'article R. 313-31 du code de la consommation : ce risque se caractérise lorsque la variation du taux de change affecte le montant des échéances, la durée du prêt ou le coût total du crédit. Or, lorsque les deux monnaies coïncident, aucun de ces trois paramètres n'est affecté : le montant des échéances est fixe, la durée du prêt ne dépend d'aucune fluctuation de cours, le coût total du crédit est entièrement déterminable dès la conclusion du contrat.

B. Le revirement du 9 juillet 2025 : la bascule vers un risque exogène et prospectif

Par quatre arrêts du 9 juillet 2025, la première chambre civile juge désormais que le risque de change ne s'apprécie plus au seul jour de la conclusion du prêt, mais pendant toute la durée du contrat, au regard de circonstances qui en entourent la conclusion et de leur évolution raisonnablement prévisible jusqu'à son terme. Parmi ces circonstances : la qualité de travailleur transfrontalier de l'emprunteur et l'objet du crédit affecté, rattachés à un État dont la monnaie légale diffère de la monnaie de compte.

Concrètement, cela revient à identifier un risque de change dans deux hypothèses parfaitement étrangères au mécanisme contractuel : la perte par l'emprunteur de son emploi transfrontalier, et donc de ses revenus en devise ; ou la revente anticipée du bien financé, payé en euros, alors que le solde du prêt reste exprimé en francs suisses. Dans les deux cas, le risque ne tient pas à la structure du contrat. Il tient à un changement de situation personnelle de l'emprunteur, totalement étranger à la volonté des parties et à l'économie du prêt.

Cette extension n'emporte pas la conviction, et la lecture des textes européens invite à la circonscrire. L'avocat général Salomon, dans son avis précédant les arrêts du 9 juillet 2025[7], avait conclu à l'absence de transposabilité de la jurisprudence relative aux prêts libellés en francs suisses et remboursables en euros à cette configuration, rappelant que l'emprunteur frontalier « *ne subissait pas de risque de change à la date de conclusion du prêt* ». Or, l'article 4 de la directive 93/13/CEE prévoit que « *le caractère abusif d'une clause contractuelle est apprécié en tenant compte de la nature des biens ou des services qui font l'objet du contrat et en se référant, au moment de la conclusion du contrat, à toutes les circonstances qui entourent sa conclusion* ». Dans toutes les affaires dont la CJUE[8] a eu à connaître en matière de prêts en devise, la devise du prêt et celle des revenus de l'emprunteur étaient différentes. La CJUE ne s'est jamais prononcée sur l'hypothèse inverse, celle d'une identité parfaite entre ces deux paramètres.

Le changement de méthode est sidérant. Jusqu'alors, la transparence exigée du prêteur portait sur le fonctionnement concret du mécanisme de conversion stipulé au contrat : permettre au consommateur moyen de comprendre l'incidence, sur ses obligations financières, d'une évolution des taux de change inhérente à la structure même du crédit. Désormais, l'exigence porte sur des scénarios futurs et hypothétiques, qui tiennent à la trajectoire professionnelle et patrimoniale de l'emprunteur. Cette dérive rappelle le devoir de mise en garde, dont la jurisprudence a pourtant toujours refusé qu'il s'étende au risque de perte d'emploi postérieur à la conclusion du contrat[9]. Transposer ce raisonnement à l'exigence de transparence revient à faire peser sur le prêteur une obligation d'anticipation des aléas futurs de la vie de son client, que même le droit commun de l'information précontractuelle ne connaît pas : l'article 1112-1 du code civil ne vise que les informations dont une partie dispose au moment de la conclusion du contrat, pas les événements futurs et incertains. Dans le contexte de l'arrêt de principe rendu par la CJUE « *Andriciuc* » en matière de prêts en devises, l'avocat général M. Wahl avait souligné cette difficulté majeure en exposant dans ses conclusions qu'il « *semble déraisonnable que soit exigé du professionnel qu'il informe, au stade de la conclusion du contrat de crédit, le consommateur de la survenance d'événements ou d'évolutions postérieures à la conclusion du contrat qu'il ne pouvait être en mesure d'anticiper* »[10].

L'exigence de transparence, telle qu'elle résulte des arrêts du 9 juillet 2025, ressemble désormais à un devoir de mise en garde spécial contre le risque de change, détaché de tout déséquilibre contractuel réel. Une telle obligation n'est pourtant prévue nulle part dans la directive 93/13/CEE. L'article 4, paragraphe 2, pose une exception au principe de l'absence de contrôle de fond des clauses portant sur l'objet du contrat. Et cette exception doit recevoir une interprétation stricte[11]. Le raisonnement aboutit surtout à un paradoxe dès lors que le prêt libellé et remboursable en francs suisses au profit d'un travailleur frontalier est, structurellement, la configuration la moins risquée : aucune opération de change n'y est jamais nécessaire. C'est pourtant elle qui devient la plus exposée au contentieux, puisque le déséquilibre allégué dépend d'aléas qui peuvent n'apparaître que tardivement, voire ne jamais se matérialiser pour les emprunteurs qui n'auront connu ni perte d'emploi ni revente contrainte.

6 RDBF, 2023, M. Samin et Torck, comm. 68, CCC, 2023, Mme Bernheim-Desvaux, comm. 87 ; Dalloz actualité, M. Hélaine, 10 mars 2023 ; RDI 2023, p. 351.

7 Avis de M. Salomon, avocat général – Arrêt n° 501 du 9 juillet 2025 (FS-B) – Cass., civ. 1re, pourvoi n° 24-19.647.

8 CJUE, arrêt du 30 avril 2014, *Kasler et Káslerné Rábai*, C-26/13 ; CJUE, 20 septembre 2017, Andriciuc e.a., C-186/16 ; CJUE, 20 septembre 2018, *OTP Bank et OTP Faktoring*, C-51/17 ; CJUE, 10 juin 2021, *BNP Paribas Personal Finance*, C-776/19 à C-782/19.

9 Cass., com., 7 juillet 2009, n° 08-13.536.

10 Conclusions de l'avocat général M. Wahl, § 68 – CJUE, 20 septembre 2017, *Andriciuc*, C-186/16.

11 CJUE, 12 janvier 2023, *D.V. c. M.A.*, C-395/21, § 30.

II. Les garde-fous à l'extension du contentieux

A. La nécessaire distinction entre défaut de transparence et caractère abusif

Un défaut de transparence, même établi, ne préjuge en rien du caractère abusif de la clause. Ce point mérite d'être rappelé avec fermeté, car la jurisprudence antérieure avait pu entretenir la confusion. Si la CJUE avait laissé penser que le manquement à l'exigence de transparence suffisait à lui seul à caractériser le déséquilibre significatif[12], elle a ensuite précisé[13] qu'une clause relevant de l'objet principal du contrat ne doit pas être réputée abusive au seul motif qu'elle ne satisfait pas à l'exigence de transparence, sauf si l'État membre en a expressément décidé ainsi en application de la faculté d'harmonisation maximale de l'article 8 de la directive. L'article L. 212-1, alinéa 3, du code de la consommation transpose fidèlement l'article 4, paragraphe 2, sans rien y ajouter. La deuxième chambre civile en a tiré toutes les conséquences par un arrêt du 12 mars 2026[14], cassant une décision qui avait réputé non écrite une clause au seul motif de son défaut de transparence, sans caractériser le déséquilibre significatif.

S'agissant précisément du contentieux des prêts en devises consentis aux frontaliers, même à supposer qu'une clause de remboursement ne satisfasse pas à l'exigence de transparence faute d'avoir informé l'emprunteur des conséquences d'une perte d'emploi ou d'une revente anticipée, encore faut-il démontrer que cette clause crée un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties. Or, les critères habituels de cette analyse ne fonctionnent pas ici. Ces clauses ne réservent au professionnel aucun pouvoir ni aucune prérogative dont le consommateur serait privé. Elles ne nient aucun droit que le droit supplétif lui reconnaîtrait. Les stipulations habituellement rencontrées dans ce type de contrats, qui offrent par exemple à l'emprunteur une faculté de libération alternative en euros ou en francs suisses, ne confèrent au prêteur aucune prérogative unilatérale. Le risque allégué, surtout, joue dans les deux sens. La variation de la parité euro-franc suisse peut réduire le coût réel du remboursement pour l'emprunteur, tout comme elle peut l'alourdir. Le Tribunal judiciaire de Lyon l'a d'ailleurs jugé[15] : l'emprunteur « *assume ces conséquences quelle que soit l'évolution des cours, en faveur de l'emprunteur ou en faveur de la banque* ». L'opération peut profiter à l'un comme à l'autre selon le sens du marché. Et la CJUE a toujours exclu de l'appréciation du déséquilibre significatif les événements postérieurs à la conclusion du contrat, dès lors qu'ils sont indépendants de la volonté des parties[16]. Faire peser sur le seul prêteur la charge d'un risque qui, selon l'évolution des cours, aurait tout aussi bien pu profiter au consommateur, ce n'est pas apprécier l'équilibre contractuel au jour de la conclusion du prêt. C'est statuer sur la base d'un risque réalisé, constaté *a posteriori*.

B. L'enjeu de la prescription et les limites à l'extension du contentieux

La distinction entre transparence et caractère abusif ne règle pas tout. Ce contentieux se prolonge sur le terrain de la prescription de l'action en restitution. Si l'action en constatation du caractère abusif d'une clause est imprescriptible[17], la loi nationale peut soumettre à un délai de prescription l'action tendant à faire valoir les effets restitutifs de cette constatation. Ce délai de cinq ans, fixé par l'article 2224 du code civil, a connu une évolution notable quant à son point de départ. Après avoir jugé, le 12 juillet 2023[18], que ce délai ne pouvait courir qu'à compter de la décision de justice constatant le caractère abusif de la clause – ce qui équivalait à une quasi-imprescriptibilité de l'action restitutoire – la Cour de cassation a, par un arrêt du 17 septembre 2025[19], admis que le prêteur puisse prouver que l'emprunteur avait ou pouvait avoir connaissance du caractère abusif de la clause avant cette décision. Un arrêt du 11 mars 2026[20] précise que cette connaissance ne peut résulter de la seule circonstance que la monnaie de paiement a connu une dépréciation par rapport à la monnaie de compte : encore faut-il établir que l'emprunteur a été mis en mesure de percevoir concrètement les effets négatifs de cette variation sur ses obligations financières, et non la simple évolution d'un cours de marché.

Ce contentieux de la prescription donne aux juges du fond un instrument efficace pour écarter des actions qui n'ont, trop souvent, rien à voir avec une véritable protection du consommateur : des emprunteurs qui agissent des années après avoir intégralement remboursé leur prêt, sans avoir jamais rencontré la moindre difficulté liée au risque de change. Les circonstances retenues pour fixer le point de départ à une date antérieure à la décision de justice sont connues : la demande de conversion du prêt dans une autre devise, la revente du bien financé avant terme avec nécessité de rembourser le solde en devise étrangère au moyen d'un prix de vente perçu en euros, la cessation de la perception de revenus dans la monnaie du prêt, ou encore l'invocation antérieure du caractère abusif des mêmes clauses dans une autre instance. En revanche, la jurisprudence exclut que la seule dépréciation monétaire suffise à faire courir le délai[21].

Au-delà du revirement opéré par la Cour de cassation, c'est

12 CJUE, 10 juin 2021, *BNP Paribas Personal Finance*, C-776/19 à C-782/19 ; V. également 1re civ., 12 juillet 2023, n° 22-17.030.

13 CJUE, 12 janvier 2023, *D.V. contre M.A.*, C-395/21, § 37.

14 Cass., civ., 2e, 12 mars 2026, n° 24-15.851.

15 TJ Lyon, 4e chambre, 10 mars 2026, RG n° 24/04973, V. également TJ Lyon, 4e chambre, 2 juin 2026, RG n° 21/07362 ; TJ Lyon, 4e chambre, 21 avril 2026, RG n° 22/09071 ; TJ Lyon, 4e chambre, 30 juin 2026, RG n° 24/06152 ; TJ Lyon, 4e chambre, 30 juin 2026, RG n° 22/05040 ; TJ Lyon, 4e chambre, 30 juin 2026, RG n° 24/06011 ; TJ Lyon, 4e chambre, 30 juin 2026, RG n° 22/05022 ; TJ Lyon, 4e chambre, 7 sept. 2026, RG n° 21/07422.

16 CJUE, 27 janvier 2021, *Dexia Nederland*, C-229/19, point 54.

17 CJUE, 10 juin 2021, C-776/19 à C-782/19 ; 1re civ., 2 février 2022, n° 20-10.036 ; 1re civ., 30 mars 2022, n° 19-17.966.

18 Cass., civ. 1re, 12 juillet 2023, n° 22-17.030.

19 Cass., civ. 1re, 17 sept. 2025, n° 23-23.629.

20 Cass., civ. 1re, 11 mars 2026, n° 24-17.058.

21 Cass., civ. 1re, n° 24-17.058 et Ord. JME TJ Paris, 2 juin 2026, RG n° 24/08244.

la portée même de cette jurisprudence qu'il faut mesurer. La protection contre les clauses abusives demeure un rouage essentiel du droit de la consommation, destiné à corriger une inégalité structurelle entre professionnel et consommateur. Elle ne doit pas devenir, par un usage dévoyé de l'exigence de transparence, un instrument de réécriture *a posteriori* d'engagements librement consentis – par des emprunteurs qui, en leur qualité même de travailleurs transfrontaliers quotidiennement exposés aux variations de parité, disposaient d'une capacité d'appréhension du risque de change supérieure à celle du consommateur moyen. Il appartient aux juges du fond de résister à la tentation d'un contrôle uniformisé, et de revenir à une appréciation concrète de chaque espèce : les circonstances réelles de la conclusion du contrat, la qualité effective des parties, la bilatéralité réelle du risque allégué. C'est à cette condition que l'exigence de transparence, ramenée à sa fonction véritable – garantir une information suffisante sur le fonctionnement concret du mécanisme contractuel – continuera de remplir son office protecteur, sans devenir un vecteur général et incontrôlé de remise en cause des prêts en devise commercialisés aux frontaliers. ■



rcfb

Intégralement disponible sur *rcfb.fr*

La première revue juridique consacrée exclusivement à la matière contentieuse financière, entièrement numérique et 100% gratuite.