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.