

# Dossier

# LA RÉPRESSION PÉNALE DES ABUS DE MARCHÉ

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

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

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

Échanges avec...



**Marie-Anne Barbat-Layani**

Présidente de l'Autorité des marchés financiers



**Pascal Prache**

Procureur de la République financier



**Eric Dezeuze**

Avocat associé, Bredin Prat



**Guillaume Pellegrin**

Avocat associé, Bredin Prat

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

### Revue du Contentieux Financier et Boursier

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Revue du Contentieux Financier et Boursier

### Perspectives

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

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

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

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

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

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