

Réseaux d'initiés : les prémises d'une nouvelle justice pénale boursière

Développements autour de l'affaire du réseau Airgas (T. corr. Paris, 13 avril 2026)

Auteur(s)



Astrid Mignon Colombet
Avocate associée, August Debouzy



Alexandre Mennucci
Avocat senior, August Debouzy

Ces derniers mois, l'AMF a régulièrement alerté sur la montée en puissance du phénomène des réseaux d'initiés, ces groupes d'individus qui s'organisent pour obtenir illégalement, et de manière répétée, des informations privilégiées concernant des sociétés cotées, afin de les utiliser pour en tirer profit à la veille d'annonces importantes comme des offres publiques d'achat ou la publication de résultats financiers¹.

Dans le cadre de ses activités de surveillance des marchés et d'enquête, l'AMF aurait en effet constaté que des réseaux de délinquants financiers, familiers des abus de marché de plus petite ampleur, se seraient associés à des organisations criminelles en mesure de leur fournir une plus grande surface financière pour investir et des nouveaux modes opératoires destinés à obtenir des informations privilégiées². Ainsi, des campagnes massives de piratage informatique auraient été conduites ces derniers mois contre des entreprises cotées ou leurs prestataires, notamment des cabinets d'avocats, afin d'extraire de telles informations de leurs serveurs. Des banquiers d'affaires, des avocats ou des salariés de sociétés cotées auraient, par ailleurs, été sollicités par des personnes liées à des organisations criminelles afin de transmettre des informations auxquelles ils avaient eu accès dans le cadre de leurs activités, en échange d'avantages divers (montres de luxe, sommes en espèces, paiement en cryptomonnaies)³. De même, l'AMF a pu constater une sophistication accrue des méthodes employées par ces réseaux pour transférer les flux investis ou générés dans le cadre de ces activités (sociétés écrans, hommes de paille à l'étranger, utilisation de téléphones prépayés et de messageries cryptées).

Ces constats sont illustrés par le jugement historique que vient de rendre le Tribunal judiciaire de Paris le 13 avril dernier, en condamnant pour la première fois un réseau d'initiés organisé (1). Au-delà de ce jugement, l'implication des organisations criminelles dans les réseaux d'initiés devrait

conduire à une pénalisation croissante de la répression des abus de marché les plus graves (2), ainsi qu'à l'instauration d'une nouvelle organisation de la justice pénale boursière, dans le cadre de laquelle les agents de l'AMF, institués assistants du PNF, seraient dotés de pouvoirs d'enquête inédits (3). Il faut souhaiter que cette répression pénale des abus de marché ne s'effectue pas au détriment des droits de la défense.

I - L'affaire du réseau Airgas illustre la mise en œuvre, par le PNF et l'AMF, de techniques d'enquête semblables à celles des affaires de criminalité organisée

Le 13 avril 2026, la 32^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris a rendu un premier jugement concernant un réseau d'initiés. Ce jugement est inédit par la durée d'enquête – plus de dix ans –, par le nombre de personnes poursuivies – sept –, par la diversité des activités des personnes poursuivies – des traders, un banquier, un homme d'affaires, un gestionnaire de fortune –, ou encore par les montants investis et la plus-value générée par les délits poursuivis – plus de 20 millions d'euros. En outre, c'est la première fois dans un tel dossier que le PNF et l'AMF ont été en mesure d'obtenir des informations sur la chronologie des investissements, les modalités de passage des ordres et le volume des achats grâce à l'interception de conversations téléphoniques des prévenus. Les enquêteurs ont ainsi disposé de preuves tangibles permettant d'établir la culpabilité des prévenus.

L'enquête a débuté en juillet 2013, par une lettre anonyme dénonçant les pratiques d'initiés d'un avocat transférant des informations de ses clients à l'un des traders poursuivis, qui faisait, par ailleurs, l'objet d'autres procédures au PNF et à l'AMF pour des pratiques d'initiés. Les services d'enquête ont découvert les liens noués avec un homme d'affaires de la région parisienne, qui lui-même entretenait une amitié avec un banquier. Ils ont également découvert la possible implication d'un trader français basé en Suisse. Ce dernier était déjà soupçonné par l'AMF, ainsi que son gestionnaire de fortune, d'avoir acquis plus de 3 millions d'euros de titres d'Alstom quelques jours avant l'annonce du projet de rachat de General Electric en 2014, cette opération lui ayant permis de générer

1 Sénat, Rapport de la commission d'enquête aux fins d'évaluer les outils de la lutte contre la délinquance financière, la criminalité organisée et le contournement des sanctions internationales, en France et en Europe, et de proposer des mesures face aux nouveaux défis, compte rendu de l'audition de Madame Marie-Anne Barbat Layani, 27 mars 2025 ; AMF, Rapport annuel 2024, 26 mai 2025, p. 87.

2 AMF, Rapport annuel 2024, 26 mai 2025, p. 87.

3 AMF/AFA, Communiqué de presse, L'AMF et l'AFA appellent à la vigilance sur le risque de corruption privée par des réseaux criminels de personnes physiques ayant accès à des informations privilégiées, 9 juillet 2025.

une plus-value de plus de 20 millions d'euros. En raison des soupçons qui pesaient sur ce réseau, les enquêteurs ont procédé à l'interception téléphonique de plusieurs de ses acteurs.

Ces actes d'enquête leur ont permis de découvrir que le banquier avait obtenu de manière illicite une information privilégiée relative à l'annonce publique prochaine de l'acquisition de la société Airgas par la société Air Liquide et qu'il l'avait communiquée, par l'entremise de l'homme d'affaires, à quatre traders qui ont alors acquis des millions d'euros de titres pour un montant nominatif de 95 dollars. Une heure après l'annonce d'Air Liquide, l'action Airgas valait 143 dollars. Cette opération a ainsi permis à ces derniers d'effectuer, après avoir revendus ces titres, une plus-value de près de 23 millions de dollars.

Le PNF rapporte que quatre des sept prévenus, le détenteur originel de l'information privilégiée, deux des traders et l'homme d'affaires, ont été condamnés en novembre 2025 et en janvier 2026 à l'issue de procédures de comparutions sur reconnaissance préalable de culpabilité (CRPC)⁴. Les trois autres prévenus, les deux principaux traders, aucun des deux n'ayant comparu à l'audience, et le gestionnaire de fortune, ont contesté les infractions qui leur étaient reprochées et ont donc eu à se défendre alors que les faits étaient déjà reconnus par les co-prévenus. La cession de leurs titres par les deux traders prévenus leur aurait permis de réaliser en quelques jours une plus-value de près de 4 347 982 euros pour l'un et de 9 929 000 euros pour l'autre. Ces sommes ont, semble-t-il, été, pour partie, blanchies en investissant dans des sociétés de l'homme d'affaires du réseau. Le premier trader a été condamné à trois ans d'emprisonnement avec un mandat d'arrêt et 30 millions d'euros d'amende. Le second a été condamné à un an d'emprisonnement, peine maximale encourue à la date des faits, avec un mandat d'arrêt et 13 millions d'euros d'amende. Le gestionnaire de fortune a, lui, été condamné à 8 mois d'emprisonnement et 4 347 982 euros d'amende dont 4 197 982 euros avec sursis pour avoir passé les ordres d'achat et de vente de ces instruments financiers. La constitution de partie civile de l'AMF a été jugée recevable, mais ses demandes indemnitaires, confondues avec l'exercice de l'action publique, rejetées.

II - L'implication des organisations criminelles dans les réseaux d'initiés conduit à une pénalisation croissante de la répression des abus de marché

Pour la présidente de l'AMF, dans son communiqué de presse du 13 avril 2026, cette affaire a montré « la capacité des autorités françaises à lutter pour la préservation de l'intégrité de la Place de Paris, mais aussi la nécessité de renforcer les outils juridiques de l'AMF pour mieux lutter contre ces activités illicites ». Elle a rappelé qu'en 2025, elle avait évoqué devant la Commission des finances de l'Assemblée nationale, « plu-

sieurs mesures susceptibles de permettre à l'AMF de renforcer l'efficacité de ses actions répressives⁵. » En effet, inédit par son ampleur au carrefour du droit boursier et du droit pénal, le phénomène des réseaux d'initiés, qui emprunte aux techniques de la criminalité organisée, oblige les autorités à définir une politique de sécurisation des marchés, par la répression des réseaux d'initiés transnationaux.

On sait qu'en matière d'abus de marché, la loi du 21 juin 2016 a mis en place un système d'aiguillage des dossiers afin de déterminer qui, de la voie pénale ou de la voie administrative, était la mieux à même de réprimer les faits reprochés, en exigeant du PNF ou de l'AMF, d'informer l'autre de son intention afin de recueillir son accord. On compte, à ce jour, seulement quelques condamnations pénales de ce chef. Par exemple, le 18 mars 2019, un ancien fonctionnaire des douanes a été condamné pour avoir acquis un nombre important d'actions de la société LVL Medical, une dizaine de jours avant l'annonce d'une entrée en négociation exclusive avec Air Liquide en vue de la cession de 70,49 % du capital de cette société. C'est notamment à l'occasion de cette affaire que la Cour de cassation a admis que le juge pénal pouvait, pour établir l'élément matériel du délit d'initié, se fonder sur un faisceau d'indices précis, graves et concordants, sans avoir à constater une preuve tangible comme ce fut le cas dans l'affaire du réseau Airgas⁶.

Les condamnations les plus emblématiques concernent l'affaire Bulgari, qui a abouti le 14 février 2023 à l'homologation d'une procédure de comparution sur reconnaissance préalable de culpabilité (« CRPC »), et l'affaire Casino. Le 29 janvier 2026, le Tribunal correctionnel de Paris a condamné une dizaine de personnes pour des délits de corruption privée, de manipulation de marché en bande organisée et de délit d'initiés. Le Tribunal a réprimé le fait que le directeur de la communication du groupe Casino avait transmis une information privilégiée relative à l'accélération et au dépassement par le groupe de ses objectifs de cessions d'actifs en vue de son désendettement et que l'un des prévenus, rédacteur en chef de journaux boursiers, l'avait utilisé pour intervenir sur le titre Casino et pour formuler des recommandations positives sur cette valeur auprès de son auditorat et lectorat.

Hormis ces affaires isolées, la plupart des manquements d'initiés étaient, jusqu'à présent, orientés vers une répression administrative. Néanmoins, la pénétration des méthodes de la criminalité organisée dans ces réseaux d'initiés a fait entrer ce phénomène dans une dimension nouvelle. Elle devrait conduire à une pénalisation accrue des délits d'initiés, c'est-à-dire à un aiguillage croissant des dossiers vers le PNF, l'AMF se contentant de prêter assistance à l'autorité de poursuite. A cet égard, dans son rapport annuel présenté le 24 avril 2025, l'AMF constate la baisse générale du nombre d'enquêtes ayant fait l'objet de poursuites par l'AMF. Elle explique cela par le fait que beaucoup d'entre elles étaient désormais conduites par

4 PNF, Communiqué de presse, 32e chambre correctionnelle – Jugement du 13 avril 2026.

5 AMF, Communiqué de presse, L'AMF salue de premières décisions pénales dans le cadre d'une affaire de réseaux d'initiés, 13 avril 2026.

6 Cass. crim., 30 mars 2022, n°21-83.500.

le PNF, « la voie judiciaire semblant la plus adaptée, compte tenu notamment de la gravité des faits concernés »⁷. En effet, du point de vue des autorités, la voie judiciaire semble plus adaptée, non seulement parce qu'elle permet de poursuivre, en même temps que les abus de marché, des faits qualifiés de corruption ou de blanchiment, mais également parce qu'elle autorise le déploiement de tous les moyens de coercition à la disposition du PNF pour enquêter contre la délinquance et la criminalité organisée (opérations de surveillance, garde à vue prolongée, régime dérogoire de perquisition, interceptions téléphoniques, captation de données informatiques).

III - Ce contexte constitue les prémisses d'une nouvelle organisation de la justice pénale boursière, au service d'une politique plus répressive

Dans ce contexte, une attention particulière doit être portée à la proposition de loi suscitée par l'AMF et déposée le 16 septembre 2025 par le député Daniel Labaronne⁸. S'il était adopté, ce texte pourrait conduire à l'institution d'une nouvelle organisation de la justice pénale des délits d'abus de marché. Dans ce cadre, l'AMF serait appelée à jouer le rôle d'assistant du PNF dans la réponse pénale apportée à ces faits.

Outre que l'AMF use déjà largement de la faculté qui lui est offerte par le Code monétaire et financier de se constituer partie civile dans les dossiers de cette nature⁹, elle a également, vocation à « faire bénéficier l'autorité pénale de son expérience et de sa bonne connaissance de dossiers d'une grande technicité »¹⁰. Pour cela, elle met en avant sa capacité à coopérer étroitement avec ses homologues étrangers pour aider le PNF dans le démantèlement des réseaux transnationaux en identifiant leurs auteurs et les modalités d'action qu'ils emploient¹¹. Cette coopération s'inscrit dans le cadre du Multilateral Memorandum of Understanding de l'International Organisation of Securities Commissions, organisation de coopération, qui regroupe 130 autorités signataires couvrant l'essentiel des grandes places et qui permet un échange rapide d'informations non publiques, la collecte de preuves et l'assistance dans les enquêtes sur les abus de marché.

La proposition de loi envisage précisément de consacrer ce rôle d'assistance des agents de l'AMF auprès du PNF. En effet, l'article 4 de la proposition de loi permettrait aux juges d'instruction et au PNF de saisir des agents de l'AMF spécialement

habilités par le ministre de la Justice pour les assister dans le cadre d'enquêtes pénales¹². En pratique, même s'il est déjà courant de voir des juges d'instruction saisir des agents de l'AMF, par voie de réquisitions, pour assister aux interrogatoires ou auditions dans le cadre de procédures pénales pour abus de marché, jamais il n'avait été envisagé de leur donner un statut comparable à ceux d'officiers de police judiciaire. Cette faculté ne serait d'ailleurs plus réservée au seul PNF, puisque l'article 6 de la proposition de loi envisage d'étendre aux autres parquets la faculté de transmettre à l'AMF les pièces d'une procédure pénale afin de bénéficier de son assistance¹³.

À terme, les agents de l'AMF seront dotés de pouvoirs d'enquêtes comparables à ceux d'enquêteurs spécialisés dans la lutte contre la criminalité organisée

Le concours de l'AMF peut être utile à l'autorité de poursuite, à condition toutefois – a-t-elle estimé à plusieurs reprises devant le Parlement – que ses pouvoirs juridiques soient renforcés¹⁴. La proposition de loi envisage ainsi d'autoriser les enquêteurs de l'AMF d'accéder, de manière automatisée, à des contenus publiquement accessibles sur les plateformes en ligne (« web scraping »), afin de les exploiter dans le cadre d'enquêtes portant sur des abus de marché¹⁵, mais également pour assurer des missions de surveillance et de veille sur les produits et services financiers illicites¹⁶. La CNIL considérant que cette pratique est, en l'absence d'encadrement juridique, interdite lorsqu'il s'agit de détecter des infractions, de telles dispositions seraient, selon l'AMF, nécessaires au renforcement de ses pouvoirs. Par ailleurs, le texte autoriserait également ses agents à recourir à des identités d'emprunt, afin d'interagir directement avec les fraudeurs et de révéler leurs stratagèmes¹⁷.

Ces techniques rappellent les moyens d'enquête mis à la disposition des enquêteurs spécialisés dans la lutte contre la criminalité organisée, faculté dont n'ont naturellement jamais bénéficié les assistants spécialisés ou les experts judiciaires. Ce serait là une évolution majeure de notre procédure pénale.

Une procédure de clémence, rappelant le statut de collaborateur de justice en matière d'organisations criminelles, devrait être instituée pour les délits d'abus de marché

7 AMF, Rapport annuel 2024, 26 mai 2025, p. 88 : l'AMF indique qu'en 2024, neuf procédures ouvertes pour des manquements d'initiés ont fait l'objet d'un classement administratif, afin de qu'elles soient orientées vers la voie judiciaire.

8 Proposition de loi n°1818 du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière.

9 Code monétaire et financier, art. L. 621-16-1. L'AMF s'est, par exemple, constituée partie civile dans l'affaire Casino (T.corr. Paris, 29 janvier 2026) et dans l'affaire du réseau Airgas (T. corr. Paris, 13 avril 2026).

10 AMF, Communiqué de presse, L'AMF salue de premières décisions pénales dans le cadre d'une affaire de réseaux d'initiés, 13 avril 2026

11 Assemblée nationale, Compte rendu de la présentation du rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers devant la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 25 juin 2025, p. 8.

12 Proposition de loi n°1818 du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière, art. 4.

13 Code monétaire et financier, art. L. 621-20-4.

14 Assemblée nationale, Compte rendu de la présentation du rapport annuel de l'Autorité des marchés financiers devant la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire, 25 juin 2025, p. 3 ; Sénat, Rapport de la commission d'enquête aux fins d'évaluer les outils de la lutte contre la délinquance financière, la criminalité organisée et le contournement des sanctions internationales, en France et en Europe, et de proposer des mesures face aux nouveaux défis, compte rendu de l'audition de Madame Marie-Anne Barbat Layani, 27 mars 2025.

15 Proposition de loi n°1818 du 16 septembre 2025 visant à lutter contre la fraude financière et à renforcer la sécurité financière, art. 1er.

16 Ibid., art. 2.

17 Ibid., art. 3.

Afin de renforcer la détection des abus de marché, la proposition de loi envisage, en outre, de créer un dispositif spécifique de clémence en matière d'abus de marché et d'offres au public de titres financiers irréguliers. Ainsi, les personnes ayant apporté des éléments d'information dont l'AMF ne disposait pas antérieurement et qui contribuent à identifier des personnes impliquées ou à établir la réalité de manquements susceptibles d'être sanctionnés pourront bénéficier d'une exemption totale ou d'une réduction de sanction, non seulement devant la Commission des sanctions, mais également et surtout dans le cadre d'un procès pénal initié par le PNF¹⁸, sans que les modalités de ce mécanisme de clémence ne soit déterminées à ce stade. Quoiqu'inspiré de la procédure de clémence devant l'Autorité de la concurrence, ce mécanisme rappelle le statut de collaborateur de justice, jusqu'alors réservé aux repentis des organisations criminelles¹⁹.

*

Nul ne saurait contester que la lutte contre les abus de marché orchestrés par des personnes liées à des organisations criminelles est un objectif louable. Chacun doit y prendre sa part, y compris les entreprises qui disposent d'informations privilégiées, du fait de leur cotation ou de leur activité sur les marchés financiers, en renforçant leur dispositif de conformité contre les risques de corruption privée²⁰. Néanmoins, cet impératif doit pouvoir se concilier avec le nécessaire exercice des droits de la défense. Or la proposition de loi est muette sur ce sujet, y compris dans le cadre d'une procédure AMF. Si ce texte devait être adopté, le PNF serait assisté d'agents de l'AMF dotés de pouvoirs d'enquêtes inspirés de ceux octroyés à des juges d'instruction spécialisés dans la lutte contre la criminalité organisée, sans jamais que les personnes mises en cause puissent bénéficier de droits de la défense comparables à ceux dont elles disposent dans le cadre d'une information judiciaire, droits tenant notamment à l'accès au dossier. Il serait donc opportun que la nouvelle justice pénale boursière s'inscrive dans un cadre protecteur des droits de la défense et plus généralement des règles du procès équitable. ■

¹⁸ Ibid., art. 7.

¹⁹ Loi n° 2025-532 du 13 juin 2025 visant à sortir la France du piège du narcotrafic, art. 31.

²⁰ À cet égard, le 9 juillet 2025, l'AMF et l'AFA ont publié un appel à la vigilance recommandant aux entreprises d'intégrer ce risque spécifique de corruption privée à la cartographie anticorruption – ce qui impose de déterminer avec précision les collaborateurs susceptibles de détenir des informations privilégiées –, de renforcer la politique cadeaux et invitations et le contrôle de son application auprès des collaborateurs identifiés, d'intensifier la formation relative à ce risque et de promouvoir l'utilisation des canaux d'alerte pour signaler telle ou telle sollicitation.