Observations sous AMF, sanct., 23 juin 2026, SAN-2026-05 (Bourse Direct)

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

Auteur(s)



Thiphaine Saupin
Agrégée des facultés de droit, professeure à l'université de Poitiers
Membre de l'Institut Jean Carbonnier

Dans sa décision du 23 juin 2026[1], la Commission des sanctions de l'AMF a sanctionné la société Bourse Direct, prestataire de services d'investissement, pour non-respect de ses obligations professionnelles relatives au *reporting* des transactions (« RDT ») et à la surveillance et détection des abus de marché.

1. La société Bourse Direct est une société anonyme agréée comme prestataire de services d'investissement (PSI) en particulier pour la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers mais également pour l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ainsi que pour la négociation pour compte propre limitée aux opérations liées à des ordres clients stipulés à règlement et à livraison différés. La société Bourse Direct est aussi une société cotée sur le marché Euronext Paris. En qualité de PSI, elle est tenue de diverses obligations professionnelles, concourant notamment à la répression des abus de marché. Deux manquements lui étaient reprochés.

2. Premièrement, son dispositif de *reporting* des transactions était critiqué. Selon l'article 26 du Règlement MiFIR[2], les entreprises d'investissement sont tenues, dès lors qu'elles exécutent des transactions[3], d'une obligation de déclaration « *détaillée, complète et exacte de ces transactions à l'autorité compétente le plus rapidement possible, et au plus tard au terme du jour ouvrable suivant* ». Ces déclarations doivent permettre aux autorités compétentes « *de détecter des cas potentiels d'abus de marché et enquêter sur ceux-ci, veiller au fonctionnement équitable et ordonné des marchés et surveiller l'activité des entreprises d'investissement* »[4]. En l'espèce, certains ordres n'avaient pas été enregistrés dans le carnet d'ordre du PSI, lequel servait à établir le *reporting* des transactions. Autrement dit, certaines transactions n'avaient pas été déclarées à l'AMF. Par ailleurs, certaines déclarations étaient erronées car elles contenaient un mauvais code « TVTIC »[5].

3. Deuxièmement, selon la notification des griefs, le PSI avait également manqué à son obligation de surveillance et de détection des abus de marché. Selon l'article 16 du Règlement MAR[6], « *toute personne qui organise ou exécute des transactions à titre professionnel établit et maintient des mesures, systèmes et procédures efficaces en vue de la détection et de la déclaration des ordres et des transactions suspects* ». Dès lors que le professionnel a des motifs raisonnables de suspecter qu'un ordre ou une transaction pourrait constituer une opération d'initié, une manipulation de marché ou une tentative d'opération d'initié ou de manipulation de marché, il doit le notifier sans retard à l'autorité compétente. En l'espèce, la notification des griefs considérait que le dispositif de surveillance mis en place par Bourse Direct était défaillant. Il présentait, selon elle, des lacunes de paramétrage empêchant de détecter certaines opérations potentiellement suspectes et une insuffisance de l'analyse humaine. Par ailleurs, le PSI s'était abstenu de procéder à une revue annuelle dudit dispositif et à sa mise à jour afin de remédier aux défauts constatés.

4. En somme, il était reproché à Bourse Direct d'avoir violé deux obligations professionnelles participant à la lutte contre les abus de marché. C'est certainement la poursuite de cet objectif qui explique la rigueur des solutions retenues par la Commission des sanctions. Celle-ci lui inflige une sanction pécuniaire de 800.000 euros[7], retenant les manquements à l'obligation de déclaration (I) et à l'obligation de surveillance et de détection des abus de marché (II).

I - L'obligation de déclaration des transactions

5. Deux manquements avaient été identifiés par la notification des griefs quant à l'obligation de déclaration des transac-

1 AMF, sanct., 23 juin 2026, SAN-2026-05, B.-L. Dugourd, « *Sanction d'un PSI pour manquement à ses obligations de reporting des transactions et de surveillance des abus de marché* », *Dalloz actualité*, 7 septembre 2026 ; J. Herbet, « *Sanction d'un PSI pour manquement en matière de surveillance des abus de marché* », *BJB* sept. 2026, n° BJB202s8.

2 Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

3 Sur cette notion, v. AMF, sanct., 13 déc. 2010, SAN-2011-02.

4 Cons. (32), règl. MiFIR.

5 Il s'agit du « *Trading Venue Transaction Identification Code* » (« *Code d'identification de transaction de la plate-forme de négociation* ») prévu à l'article 12 du règlement délégué (UE) 2017/580 de la Commission du 24 juin 2016 complétant le règlement MiFIR. Les opérateurs des plate-formes de négociation sont tenus d'enregistrer un code d'identification de transaction individuel pour chaque transaction résultant de l'exécution totale ou partielle d'un ordre. Ce code doit se retrouver dans la déclaration des transactions du PSI.

6 Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

7 Sa dirigeante est également sanctionnée à hauteur de 50.000 euros.

tions[8]. Certains des ordres avaient échappé à la déclaration, laquelle était non exhaustive (A). De plus, certains ordres étaient erronés car contenant un mauvais code TV-TIC (B).

A. Une déclaration non exhaustive

6. Certains des ordres négociés par la table de négociation et certains ordres exécutés pour le compte des clients d'une banque n'avaient pas été enregistrés dans le carnet d'ordre du PSI. Or, ce carnet d'ordre constituait la source des déclarations réalisées par Bourse Direct. Autrement dit, si l'ordre était absent du carnet d'ordre, il était nécessairement absent de la déclaration. Ce défaut d'information n'était pas intentionnel mais résultait d'un problème technique[9]. Au total, environ 100.000 transactions n'avaient pas été déclarées entre janvier 2021 et novembre 2023. Quant au volume des ordres traités par la table de négociation, il représentait plus de 2,6 milliards d'euros alors même qu'ils étaient, selon la notification des griefs, soumis à un risque élevé d'abus de marché. Il était également relevé que Bourse Direct avait été alertée par les services de l'AMF, à compter d'octobre 2019 et à plusieurs reprises, sur les lacunes de son dispositif de *reporting*. Elle avait tenté d'y remédier sans succès immédiat. Toujours selon la notification des griefs, ces défauts de déclaration avaient « *affecté de manière significative la mission de surveillance des marchés de l'AMF* » (§ 5). Bourse Direct ne contestait pas l'existence d'anomalies mais cherchait à se défendre en développant plusieurs arguments, tous réfutés par la Commission des sanctions.

7. D'abord, le PSI tentait de relativiser l'importance des ordres non déclarés indiquant que ceux-ci représentaient 0,58 % seulement des ordres exécutés pendant la période contrôlée d'une durée de trois ans. La Commission répond que, quand bien même les transactions non déclarées correspondent à une faible proportion de l'ensemble des transactions exécutées par Bourse Direct, elles restent significatives en raison du nombre (près de 100.000 transactions) et de leur montant (plus de 2,6 milliards d'euros). La Commission souligne également le caractère prolongé du défaut de déclaration.

8. De plus, le PSI essayait de remettre en cause le caractère sensible des ordres traités par la table de négociation. Selon lui, l'affectation des ordres reposait sur des critères techniques ne permettant pas de présumer leur caractère sensible. À l'inverse, la Commission retient que les critères utilisés pour attribuer les ordres (volume significatif ou caractère particulier des titres négociés) à celle-ci faisaient que certains ordres non déclarés étaient exposés à un risque significatif d'abus de marché.

9. Ensuite, Bourse Direct arguait que la mission de surveillance de l'AMF n'avait pas été entravée par ces défauts de déclarations dès lors que ces transactions avaient fait l'objet d'une déclaration exhaustive par d'autres professionnels, notamment Euronext. L'information n'était donc pas perdue. Au contraire, la Commission des sanctions refuse que le PSI puisse se décharger de son obligation de déclaration en faisant valoir celle pesant sur d'autres personnes. Selon la Commission, « *les déclarations transmises par les différentes entités de la chaîne des intervenants ayant ensemble conduit à l'exécution complète d'une transaction ne sont pas identiques, et c'est seulement leur rapprochement en vue de leur prise en compte globable qui les rend exploitables par l'AMF* » (§ 26).

10. Enfin, le prestataire mettait en avant sa bonne foi dès lors qu'il avait mis en œuvre des travaux d'amélioration de son dispositif de *reporting* dès l'identification des dysfonctionnements. Il soutenait à ce titre que l'obligation de garantir l'exhaustivité et l'exactitude des déclarations de transaction n'est pas une obligation de résultat[10]. Sans qu'elle utilise les termes « *obligation de moyens* » ou « *obligation de résultat* », la Commission rejette nettement cet argument. Elle rappelle que l'article 26 du Règlement MiFIR impose à l'entreprise d'investissement de fournir une déclaration détaillée, exhaustive et exacte. Elle reprend également les termes de l'article 15 du règlement délégué du 24 juin 2016 complétant MiFIR exigeant la mise en place de dispositifs appropriés « *afin de garantir l'exhaustivité et l'exactitude des déclarations de transaction* ». Plus loin, elle conclut en indiquant que les arguments soulevés par Bourse Direct « *ne sont pas de nature à remettre en cause l'obligation d'exhaustivité* » de la déclaration des transactions (§ 27).

11. En conséquence, le manquement est caractérisé.

B. Une déclaration inexacte

12. La notification des griefs avait relevé que près de 40 % des déclarations réalisées par le PSI contenaient un code TV-TIC erroné. Sans ce code, les services de l'AMF ne pouvaient pas rapprocher les déclarations réalisées par les différents professionnels soumis à l'obligation de déclaration et n'étaient ainsi pas en mesure de retracer les opérations en cause. La notification des griefs faisait par ailleurs valoir que le PSI avait été informé de ces anomalies dès 2022, lesquelles avaient été corrigées uniquement fin 2023.

13. De son côté, Bourse Direct faisait valoir que le code TV-TIC n'était pas « *l'unique donnée permettant de parvenir à l'identification des opérations déclarées* », que les anomalies constatées ne concernaient qu'une part limitée de son activité et que des actions correctives avaient été mises en place dès leur identification. Ici encore, le PSI contestait l'existence d'une obligation de résultat considérant qu'un « *RDT de l'intégralité des ordres qui n'aurait pas à faire l'objet d'interventions correctives est un objectif inatteignable et qu'il est nécessaire que les contraintes techniques et les mesures de remédiation mises en place soient prises en considération dans*

8 Les obligations de déclaration au titre des règlements MiFIR, EMIR et SFTR font l'objet d'un travail de simplification mené par l'ESMA : ESMA, « *Final Report – On the Call for Evidence on a comprehensive approach for the simplification of financial transaction reporting* », 2 juill. 2026.

9 Rappelons que le manquement est caractérisé objectivement, l'intention et la mauvaise foi n'étant pas nécessaires à sa caractérisation (v. AMF, sanct., 6 juillet 2012, SAN-2012-01, p. 6).

10 Art. 15, § 3 du règlement délégué 2017/590 du 28 juillet 2016 complétant le règlement (UE) n° 600/2014 par des normes techniques de réglementation pour la déclaration de transactions aux autorités compétentes.

l'examen du grief » (§ 38).

14. La Commission des sanctions reste sourde à ces arguments. De la même façon que pour l'exhaustivité de la déclaration, elle retient que le PSI doit garantir l'exactitude des déclarations qu'il transmet à l'AMF. Elle relève, par ailleurs, que les anomalies de code TV-TIC « *ont persisté pendant l'intégralité de la période contrôlée, malgré des alertes des services de l'AMF* » (§ 50). Dès lors, le PSI a procédé à de nombreuses déclarations inexactes, les mesures de remédiation entreprises ne permettant pas de faire obstacle à la caractérisation du manquement. Dans un sens similaire, la Commission des sanctions avait déjà décidé que la correction des anomalies figurant dans les déclarations de transactions ne permettait pas d'écarter le manquement et pouvait uniquement être prise en compte au moment de l'analyse de sa gravité[11].

II - L'obligation de surveillance et de détection des abus de marché

15. Au-delà des défauts d'exhaustivité et d'exactitude des déclarations de transaction réalisées par Bourse Direct, celle-ci était aussi mise en cause en raison des lacunes grevant son dispositif de détection des abus de marché (A) et des insuffisances dans le contrôle et l'évaluation de ce dernier (B).

A. Un dispositif lacunaire

16. L'article 16, § 2 du Règlement MAR[12] exige du professionnel qui exécute des transactions d'établir et de maintenir des mesures, systèmes et procédures efficaces en vue de la détection et de la déclaration des ordres et des transactions suspects. Il ne s'agit donc plus de fournir de l'information brute à l'autorité compétente mais de détecter de potentiels abus de marché. Ce dispositif doit, en particulier, garantir « *une surveillance effective et constante, aux fins de la détection et de l'identification des ordres et transactions qui pourraient constituer des opérations d'initiés, des manipulations de marché ou des tentatives d'opération d'initié ou de manipulation de marché, de tous les ordres reçus et transmis et de toutes les transactions exécutées* »[13]. Il doit permettre « *l'analyse, individuelle et comparative, de chaque transaction exécutée* »[14] et « *émettre des alertes indiquant des activités qui requièrent une analyse plus approfondie aux fins de la détection* » d'éventuels abus de marché[15]. Ce dispositif peut être, en partie, automatisé[16] mais il doit garantir « *un niveau approprié d'analyse humaine dans la surveillance, la détection et l'identification des transactions et ordres qui pourraient constituer* » des abus de marché[17].

17. En l'espèce, la notification des griefs reprochait à Bourse Direct un dispositif lacunaire. Deux défauts avaient été identifiés. D'abord, le dispositif automatisé était mal paramétré. En particulier, l'un des outils utilisés par le PSI était l'outil « *Scenarios IT* » permettant de produire des alertes à partir de six scénarios prédéfinis comme susceptibles de constituer des indices d'abus de marché. Trois critiques étaient formulées par la notification des griefs à l'encontre de cet outil : deux des scénarios comportaient de trop nombreux critères, trop restrictifs, ne permettant pas de détecter convenablement certains abus de marché ; le calibrage des différents scénarios ne permettait pas d'alerter en cas d'opérations réalisées par un client, détenteur d'une information privilégiée, cédant ses positions afin d'éviter une perte ; les scénarios envisagés n'intégraient pas d'alerte sur la base de l'actualité financière. La notification des griefs illustrait son argumentation en faisant valoir l'absence d'alerte sur des opérations passées par un client déjà sanctionné pour abus de marché et pour lesquelles un tel abus pouvait de nouveau être suspecté. Ensuite, ces opérations suspectes n'avaient pas non plus été détectées par l'analyse humaine, laquelle ne prenait pas suffisamment en compte l'actualité des émetteurs et le profil du client.

18. Après avoir exposé le fonctionnement de son dispositif de surveillance, Bourse Direct faisait encore valoir qu'elle était tenue uniquement à une obligation de moyens et qu'elle ne pouvait se substituer à l'AMF dans sa mission de surveillance.

19. Tout en faisant état du nombre d'alertes générées par le dispositif mis en place par le PSI (plus de 5.000 par an), la Commission des sanctions considère que celui-ci est défaillant. Quant à la détection automatisée et à l'analyse humaine, elle retient qu'aucun des deux dispositifs n'intégrait suffisamment l'actualité économique et financière ou la sensibilité du client au risque d'abus de marché. Elle relève également que l'analyse automatisée ne permettait pas de détecter les opérations réalisées par un client initié afin de limiter ses pertes. C'est, selon la Commission des sanctions, la « *conjonction* » de ces défauts qui a rendu le dispositif de surveillance « *lacunaire [et a obéré] son efficacité* » (§ 90).

20. Le manquement est caractérisé.

B. Un dispositif non contrôlé

21. Le dispositif de surveillance et de détection des abus de marché doit être régulièrement évalué, « *au moins dans le cadre d'un audit et d'un réexamen interne annuels, et mis à jour si nécessaire* »[18]. En l'espèce, cette revue annuelle n'avait pas été mise en œuvre par Bourse Direct. Un seul audit avait été diligenté, donnant lieu à un rapport au mois de décembre 2022. Selon la notification des griefs, les recommandations

11 AMF, sanct., 11 janvier 2016, SAN-2016-01, p. 10 et s., se prononçant sur l'ancienne obligation de déclaration issue de la directive MIF, plus particulièrement sur une déclaration comportant des erreurs relatives au code permettant d'identifier le lieu où la transaction a été exécutée.

12 Règl. (UE) n° 596/2014 préc.

13 Art. 2, § 1, a), règl. délégué (UE) 2016/957 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014.

14 Art. 3, § 1, a), règl. délégué préc.

15 Art. 3, § 1, b), règl. délégué préc.

16 Considérant, sous l'empire des anciens textes, que le prestataire ne peut pas se prévaloir du caractère facultatif de la mise en place d'un système de détection informatique compte tenu de l'importance des encours sous gestion pouvant mener à la commission d'abus de marché (plus d'un milliard d'euros pour plus de 1.000 clients) (AMF, sanct., 2 juin 2015, SAN-2015-11).

17 Art. 3, § 4, règl. délégué préc.

18 Art. 2, § 5, b), règl. délégué préc.

contenues dans ce rapport, en particulier celle relative à la nécessité d'intégrer une analyse des opérations générant une moins-value significative, n'avaient pas été suivies d'effet.

22. La Commission des sanctions retient que le PSI n'a pas régulièrement évalué son dispositif de surveillance automatisé des abus de marché et « *ne l'a pas mis à jour alors même qu'une telle mise à jour était identifiée comme nécessaire* » (§ 109).

23. Finalement, l'ensemble des manquements reprochés à Bourse Direct sont caractérisés, laquelle est sanctionnée à hauteur de 800.000 euros[19]. ■

19 Notons que Bourse Direct avait déjà été sanctionnée pour manquement à l'obligation de disposer des outils informatiques et des moyens humains nécessaires au traitement efficace des alertes relatives à l'identification de signaux de manipulation de cours (AMF, sanct., 1er octobre 2014, n° SAN-2014-17).