

Quand une information indirecte et inexacte est qualifiée d'information privilégiée

Auteur(s)



Nicolas Ida

Agrégé des facultés de droit, Professeur à l'Université de Haute-Alsace, Membre du CERDACC

Par son arrêt Carnegie, la CJUE apporte deux précisions inédites relatives à la définition de la notion d'information privilégiée prévue par le règlement Abus de marché : d'une part, une information peut avoir un « caractère précis » non en raison de son contenu propre, mais au regard des déductions qui peuvent en être tirées par son détenteur ; d'autre part, le caractère erroné de l'information ne constitue pas en principe un obstacle à ce que celle-ci soit considérée comme suffisamment précise au sens dudit règlement.

1. Nul n'ignore, parmi les lecteurs avertis de ces colonnes, l'importance de la notion d'information privilégiée : on sait en effet que de cette notion centrale dépend non seulement le périmètre de la prohibition des comportements d'initiés, mais aussi le champ de l'obligation d'information permanente des émetteurs¹. Définie par l'article 7 du règlement MAR², la notion d'information privilégiée repose sur des critères dont l'application concrète suscite de multiples difficultés d'interprétation régulièrement portées devant les tribunaux. L'arrêt *Carnegie*, rendu par la Cour de justice de l'Union européenne (ci-après CJUE) le 19 mars 2026³, constitue l'une des dernières illustrations en date des questions inédites soulevées par la définition de l'information privilégiée⁴, s'agissant en l'occurrence du point de savoir si une information indirecte et erronée peut être considérée comme ayant un « caractère précis ».

2. En l'espèce, la banque *Carnegie* avait consenti à une société suédoise un prêt garanti par un nantissement d'actions d'une société cotée, la société *Starbreeze*. Le contrat de prêt prévoyait que la banque disposait du droit de réaliser les actions nanties dans l'hypothèse où la garantie du prêt ne serait plus adéquate. La baisse du cours des actions nanties a conduit à une situation de surendettement de l'emprunteur, justifiant la mise en œuvre de la sûreté conformément aux stipulations du contrat de prêt. La banque a alors engagé une procédure de cession progressive des actions objets du nantissement. Le même jour, la banque a été informée par courriel que le

dirigeant de la société suédoise, qui contrôlait également la société emprunteuse, avait été inscrit sur une liste d'initiés, et que ce dernier ne pouvait plus, en conséquence, céder des actions *Starbreeze*, sans autre précision sur les circonstances à l'origine de cette inscription. L'information était toutefois incorrecte car le dirigeant n'avait été formellement inscrit sur la liste d'initiés que quelques minutes après l'envoi du courriel à la banque. Après avoir brièvement suspendu la cession des titres, la banque a finalement poursuivi ces opérations. Quelques jours plus tard, la société *Starbreeze* a publié un communiqué annonçant des résultats décevants, ce qui expliquait rétrospectivement l'inscription du dirigeant social sur une liste d'initié et l'interdiction de céder ses titres.

3. La banque *Carnegie* a par la suite été poursuivie et sanctionnée pour manquement d'initié par l'autorité suédoise de surveillance financière, qui a considéré que la banque était détentric, dès la réception du courriel, d'une information privilégiée qu'elle avait utilisée en poursuivant la cession de titres *Starbreeze*. Cette décision de sanction a été confirmée par le tribunal de première instance, mais la cour d'appel de Stockholm a considéré que l'information contenue dans le courriel était trop vague pour constituer une information privilégiée, dès lors que ce message ne permettait à son destinataire ni de comprendre les raisons de l'inscription du dirigeant social sur la liste d'initiés, ni d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cette information sur le cours de bourse. Saisie par l'autorité boursière, la Cour suprême suédoise a sursis à statuer afin de renvoyer quatre questions préjudicielles à la CJUE. En substance, cette dernière devait déterminer si une communication indiquant qu'une personne a été inscrite sur une liste d'initié et qu'elle est empêchée de vendre les actions d'un émetteur peut avoir un caractère suffisamment précis pour constituer une information privilégiée, même si la raison de l'inscription de cette personne sur la liste d'initié n'a pas été précisée (pt. 27). Il s'agissait également de déterminer si une information erronée peut être considérée comme précise (pt. 58).

1 Sur ce « modèle unitaire » reposant sur une définition unique de l'information privilégiée, et les réserves qu'il peut susciter, V. not. A. Pietrancosta, « Le devoir d'information permanente des sociétés cotées après "MAR" : réflexions critiques sur le durcissement du one-step model », *Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly éd., 2017, p. 329.

2 Règl. n° 596/2014/UE, 16 avr. 2014, sur les abus de marché.

3 CJUE, 19 mars 2026, aff. C-363/24, *Finansinspektionen c/ Carnegie Investment Bank AB* : BJS mai 2026, n° BJS204n0, note A. Pietrancosta ; BJB juill. 2026, n° BJB202q8, note A. Sotiropoulou ; RTDF n° 2/2026, note F. Bouaziz et G. Rivière ; JCP E 2026. 1200, note Th. Bonneau ; RDBF mai 2026, comm. 112, note P. Pailler ; *Rev. sociétés* 2026, p. 451, obs. A.-C. Muller ; RPDA avr. 2026, n° RDA10114, obs. N. Ida ; D. actu. 30 mars 2026, obs. L.-M. Savatier.

4 V. aussi, sur le critère de confidentialité de l'information privilégiée, CJUE, 16 avr. 2026, aff. C-229/24, *Brännelius* : RTDF n° 2/2026, note A. Pietrancosta ; BJB juill. 2026, n° BJB202r6, note E. Dezeuze et A. Henry ; *Rev. sociétés* 2026, p. 451, obs. A.-C. Muller ; RCFB n° 2/2026, note G. Rivière ; RPDA avr. 2026, n° RDA10113, obs. N. Ida.

4. Confirmant sa conception pour le moins « compréhensive »⁵ du critère de précision⁶, la CJUE répond positivement à la première question, en considérant qu'une communication mentionnant l'inscription d'une personne sur une liste d'initié et son interdiction de céder les titres de l'émetteur peut être qualifiée de précise, même si les raisons de cette inscription ne sont pas explicitées, dès lors que cette information permet à un investisseur raisonnable de fonder ses décisions d'investissement (pt. 57). La Cour retient par ailleurs qu'une information peut être qualifiée de privilégiée en dépit de son caractère erroné, à la double condition qu'elle ait pu être considérée comme vraisemblable au moment de sa transmission et qu'elle ait été susceptible de conférer à son détenteur un avantage économique par rapport aux autres investisseurs (pt. 74). Il résulte ainsi de l'arrêt *Carnegie* qu'une information peut être considérée comme « suffisamment précise » au sens de l'article 7 du règlement MAR, alors même que cette information est indirecte (I) et erronée (II).

I – Le caractère indirect de l'information

5. **Rappel des critères de l'information privilégiée.** La première question posée portait sur le point de savoir s'il est possible de considérer comme une information à caractère précis, au sens de l'article 7, § 1 et 2 du règlement MAR, une communication d'un émetteur indiquant qu'une personne a été inscrite sur une liste d'initiés et qu'elle n'a pas été autorisée à vendre les actions de cet émetteur, même si la raison pour laquelle cette personne y a été inscrite n'apparaît pas dans cette communication. Pour répondre à cette question, la CJUE commence par rappeler que la définition de la notion d'information privilégiée comprend quatre éléments essentiels (pt. 29) : il s'agit d'une information (i) à caractère précis, (ii) n'ayant pas été rendue publique, (iii) qui concerne directement ou indirectement un ou plusieurs instruments financiers ou leurs émetteurs, (iv) et qui serait susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leurs sont liés⁷. S'agissant en particulier du « caractère précis » de l'information, qui était au cœur des débats, une information est réputée présenter un tel caractère de précision si elle remplit deux conditions (pt. 30) : d'une part, l'information fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira ; d'autre part, l'information doit être suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou

d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés⁸. La CJUE ajoute que cette analyse doit être effectuée *in concreto* (pt. 34).

6. **L'inscription sur une liste d'initiés n'est pas, en tant que telle, une information précise.** Sur ces bases, la CJUE considère qu'une communication ayant pour objet l'inscription d'une personne sur une liste d'initiés d'un émetteur « ne saurait, en principe, en tant que telle et en l'absence de précisions supplémentaires relatives au contexte dans lequel l'inscription de cette personne sur cette liste a eu lieu avoir un effet sur le cours des instruments financiers concernés » au sens de l'article 7, § 1, du règlement MAR (pt. 36). Pour en arriver à cette conclusion, la Cour de justice s'appuie sur son arrêt AMF du 15 mars 2022, dont il résulte que ne peuvent constituer des informations suffisamment précises « des informations vagues ou générales, qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés »⁹. La solution doit être approuvée au regard de la finalité des listes d'initiés, qui constituent un mécanisme de prévention et de preuve des délits et manquements d'initiés. L'inscription sur une telle liste signifie simplement que l'émetteur concerné a considéré qu'une information privilégiée existe et que la personne inscrite sur la liste a accès à cette information, qu'il s'agisse d'un initié « occasionnel » ou d'un initié « permanent » (pt. 37). Le récepteur d'une telle information, en revanche, ne sait rien du contenu de l'information privilégiée et, partant, de l'effet possible de cette information sur le cours de bourse. Il s'agit en somme d'une information « neutre » (pt. 45), car elle révèle simplement que l'émetteur a estimé qu'une information privilégiée existait et que la personne inscrite sur la liste d'initiés en avait connaissance ou, à tout le moins, y avait accès¹⁰.

7. **Une information suffisamment précise en présence d'autres éléments de contexte.** La CJUE s'empresse toutefois de préciser qu'il peut en aller différemment lorsque l'information relative à l'inscription sur une liste d'initiés est complétée par d'autres éléments de contexte, tels que la mention selon laquelle la personne inscrite sur la liste par l'émetteur n'est pas autorisée à vendre les actions émises par cette société. L'information peut alors être considérée comme « suffisamment précise », au sens de l'article 7, § 2 du règlement MAR, « en ce qu'elle révèle ou implique indirectement l'existence d'un événement sous-jacent qui pourrait avoir un effet sur le cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés » (pt. 38). La Cour procède à une interprétation téléologique des dispositions du règlement MAR relatives à l'utilisation illicite d'informations

5 P. Pailler, note préc., RDBF mai-juin 2026, comm. 112.

6 V. not. CJUE, 11 mars 2015, aff. C-628/13, Lafonta c/AMF ; BJB mai 2015, p. 209, note A. Gaudemet ; BJS juin 2015, p. 282, note S. Torck ; JCP E 2015, act. 2019, note M.-N. Dompé et N. Mennesson ; RTDF n° 1-2/2015, p. 44, note L. del Forno et Q. de Margerie ; Banque et Dr. n° 160, mars-avr. 2015, p. 41, note F. Mékoui ; RSC 2015, p. 358, obs. F. Stasiak ; Dr. pénal mai 2015, comm. 72, obs. J.-H. Robert ; Rev. Banque juin 2015, p. 84, note P.-Y. Bérard ; RISF n° 3/2015, p. 56, note M. Michineau ; Dr. et patr. n° 257, avr. 2016, chron. p. 91, obs. A.-C. Muller.

7 Règl. n° 596/2014 préc., art. 7, § 1.

8 Règl. n° 596/2014 préc., art. 7, § 2.

9 CJUE, 15 mars 2022, aff. C-302/20, Autorité des marchés financiers, pt. 38 ; D. actu. 1er avr. 2022, obs. G. de Foucher et C. Méléard ; BJB mai 2022, n° BJB200s0, note M. Galland ; Dr. sociétés mai 2022, comm. 54, obs. J. Granotier ; AJ Pénal 2022, p. 316, obs. N. Catelan ; RDBF juill. 2022, comm. 124, note P. Pailler ; Banque et Dr. juill. 2022, n° 204, p. 46, obs. P. Barban ; Rev. sociétés 2022, p. 447, obs. A.-C. Muller ; RTD com. 2022, 122, obs. N. Rontchevsky ; RSC 2022, p. 373, obs. F. Stasiak, J.-M. Brigant et A. Bellezza ; D. 2022, p. 1134, note G. Parléani ; Légipresse 2022, p. 310, note S. Tandeau ; GPL 20 sept. 2022, n° GPL440b6, obs. L. Saenko.

10 L'affirmation est encore plus vraie en présence d'initiés dits permanents, la communication de l'inscription d'un tel initié n'apportant aucune indication de l'existence d'une information privilégiée déterminée au moment de cette révélation : F. Bouaziz et G. Rivière, note préc., RTDF n° 2/2026.

privilegiées, en soulignant qu'il importe, dans le cadre d'une analyse au cas par cas, de vérifier si la communication d'une telle information permet à son destinataire d'en bénéficier directement ou indirectement pour acheter ou vendre des actions, en se plaçant dans une situation plus favorable par rapport aux autres investisseurs (pt. 39-40). C'est dire qu'une information peut être considérée comme « suffisamment précise » alors que son récepteur n'en bénéficie qu'indirectement, lorsqu'il parvient à en discerner les conséquences sur l'orientation du cours du titre, à la hausse ou à la baisse. Comme on a pu justement le souligner¹¹, la Cour de justice précise ainsi la portée de sa décision *Lafonta*¹² : si la CJUE avait alors pu retenir – de façon contestable – que la connaissance du sens de la variation du cours, à la hausse ou à la baisse, n'est pas requise pour que l'information soit considérée comme ayant un caractère précis, il résulte en revanche de l'arrêt *Carnegie* que lorsque cette variation peut être déduite de l'information, elle constitue un indicateur du caractère précis de celle-ci.

8. Les éléments d'appréciation à la disposition de la juridiction de renvoi. L'arrêt commenté souligne que dans le cadre de l'appréciation que devra mener la juridiction suédoise, il conviendra de tenir compte de deux éléments d'appréciation. D'une part, la juridiction devra tenir compte du contenu du courriel ainsi que de l'identité des personnes concernées par ce dernier et du rôle exercé par celles-ci au sein de l'émetteur concerné (pt. 42). Sur ce point, la CJUE développe une analyse détaillée qui semble laisser peu de marge d'appréciation à la juridiction de renvoi. Comme le résume l'arrêt, « *si une information concernant le simple fait qu'une personne a été inscrite sur la liste d'initiés d'une société est, en principe et en tant que telle, neutre par rapport à la question de savoir s'il serait opportun, pour un investisseur, d'acheter ou de vendre des actions de cette société, l'ajout d'une information supplémentaire concernant l'imposition à cette personne d'une interdiction de vendre des actions de ladite société implique nécessairement la connaissance, par ladite personne, d'un événement de nature négative pour les intérêts de la même société et pouvant donc inciter un tel investisseur qui en aurait connaissance à vendre de telles actions plutôt qu'à les acheter, ou, de toute manière, être susceptible d'influer les décisions de cet investisseur sur le marché concerné lorsqu'il en prend connaissance* » (pt. 45). Une telle information pourrait, par conséquent, être utilisée par un investisseur raisonnable comme fondement de ses décisions d'investissement (pt. 46). La Cour de justice confirme en outre, après son arrêt *AMF*¹³, qu'une information susceptible d'influencer de façon sensible le cours des titres concernés « *doit être considérée comme satisfaisant aussi, en règle générale, à la condition tenant au "caractère précis" de cette information (...), dès lors que, en principe, une information ne saurait exercer une telle influence si elle ne présente pas en elle-même un tel caractère* » (pt. 48).

9. L'hypothèse d'un « comportement légitime » de l'initié. D'autre part, la Cour de justice – probablement consciente de la sévérité de la solution pour la banque *Carnegie*, destinataire d'un mail lapidaire la plaçant potentiellement en situation d'initié¹⁴ – prend soin de rappeler, alors qu'elle n'y était nullement invitée par les questions préjudicielles, que l'acquisition ou la cession de titres par un initié n'emporte pas automatiquement commission du manquement d'initié (pts 50 et s.). Au cas d'espèce, la procédure de vente d'actions *Starbreeze* avait été engagée par *Carnegie* en exécution du nantissement de titres que cette dernière détenait en garantie en vertu du contrat de prêt. Ce contrat prévoyait que si la garantie du crédit n'était plus satisfaisante, *Carnegie* avait le droit de mettre en œuvre la sûreté en cédant les actions nanties. Or, il résulte de l'article 9, § 3 sous a) du règlement MAR qu'« *il ne doit pas être considéré que le simple fait qu'une personne est en possession d'une information privilégiée signifie que cette personne a utilisé cette information et a ainsi réalisé une opération d'initié sur la base d'une acquisition ou d'une cession, lorsque cette personne effectue une transaction afin d'acquérir ou de céder des instruments financiers et que cette transaction est effectuée pour assurer l'exécution d'une obligation devenue exigible, en toute bonne foi et non dans le but de contourner l'interdiction des opérations d'initiés, et que cette obligation résulte (...) d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée* ». Il appartiendra donc à la juridiction de renvoi de déterminer si la poursuite de la procédure de vente des actions *Starbreeze* après l'envoi du courriel peut relever de ce « comportement légitime »¹⁵, ce qui suppose d'établir l'existence d'une obligation devenue exigible qui aurait rendu objectivement nécessaire la poursuite de cette procédure de cession de titres. Il n'est pas certain que la démonstration de l'utilisation légitime d'une information privilégiée puisse être apportée, dans la mesure où la banque ne semblait pas juridiquement tenue de réaliser ces cessions de titres, le contrat lui ouvrant d'autres possibilités afin de couvrir ses pertes¹⁶. On peut néanmoins se demander si la banque pourrait plaider l'absence d'utilisation induite de l'information privilégiée, conformément à la jurisprudence *Spector*¹⁷, dans la mesure où la cession était néanmoins motivée par la situation de surendettement de l'emprunteur¹⁸.

11 A. Sotiropoulou, note préc., BJB juill. 2026, n° BJB202q8.

12 CJUE, 11 mars 2015, aff. C-628/13, *Lafonta* c/AMF, préc.

13 CJUE, 15 mars 2022, préc., pt. 55.

14 L.-M. Savatier, obs. préc., D. actu. 30 mars 2026.

15 Règl. n° 596/2014 préc., art. 9.

16 Contra : P. Pailler, note préc., RDBF mai-juin 2026, comm. 112, estimant que « l'élément déclencheur semblait ici caractérisé, alors que l'emprunteur se trouvait dans une situation de surendettement du fait de la baisse de valeur des actions de *Starbreeze* remises en garantie ».

17 CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group NV*, Chris Van Raemdonck c/ CBFA, pt. 52 : BJB mars 2010, p. 92, note S. Torck ; BJS avr. 2010, p. 346, note D. Schmidt ; Banque et Dr. n° 129, janv. 2010, p. 27, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RTDF n° 2/2010, p. 126, note N. Rontchevsky ; Rev. Banque n° 723, avr. 2010, p. 78, note J.-L. Guillot et P.-Y. Bérard ; RDBF mars 2010, comm. 80, note Th. Bonneau ; JCP G 2010. 485, note B. Zabala ; Dr. sociétés mai 2010, comm. 96, note R. Mortier ; Rev. sociétés 2010, p. 325, note P.-H. Conac ; RTD com. 2010, p. 395, obs. N. Rontchevsky ; RSC 2010, p. 156, obs. F. Stasiak ; D. 2010, p. 2313, note J.-G. de Tocqueville et E. Rogey ; Dr. et patr. n° 203, mai 2011, chron. p. 86, obs. A.-C. Muller.

18 En ce sens, F. Bouaziz et G. Rivière, note préc., RTDF n° 2/2026.

II – Le caractère erroné de l'information

10. L'exactitude de l'information ne fait pas partie des critères de l'information privilégiée. La CJUE devait également déterminer s'il fallait tenir compte, dans l'examen du critère de précision, du caractère exact ou erroné de l'appréciation de l'émetteur quant à la question de savoir si l'information communiquée était une information privilégiée. Sur ce point, l'arrêt *Carnegie* rappelle que la notion d'information privilégiée doit être appréciée de manière objective. Il en résulte que l'appréciation de l'émetteur et le caractère exact ou erroné de cette appréciation sont en principe des éléments non pertinents pour déterminer si l'information en cause peut être qualifiée d'information privilégiée (pt. 59). La solution, qui ne peut qu'être approuvée¹⁹, rejoint la jurisprudence de la Cour de cassation, selon laquelle le caractère privilégié d'une information ne saurait reposer sur l'analyse de celui qui la reçoit ou l'utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, en fonction de son seul contenu²⁰. Convient-il cependant de tenir compte du caractère erroné de l'information, qui avait été communiquée quelques minutes avant l'établissement de la liste d'initiés et donc de l'inscription du dirigeant sur celle-ci ? La réponse est en principe négative : le fait que l'information concernée soit correcte ne figure pas, en effet, parmi les éléments constitutifs de la notion d'information privilégiée (pt. 61).

11. L'exigence de « vraisemblance » de l'information « suffisamment précise ». Toutefois, ajoute la Cour, l'examen du caractère correct de l'information peut être pertinent lorsqu'il s'agit de déterminer la « précision » d'une information. En effet, si l'information n'a pas à être exacte pour être considérée comme suffisamment précise, il convient à tout le moins que l'information présente « une certaine vraisemblance » (pt. 64). Pour que cette condition soit remplie, cette « vraisemblance » devant être appréciée au regard notamment de la crédibilité de la source d'information et d'autres éléments de contexte. Conformément à l'article 7, § 2 du règlement MAR, cette « vraisemblance » doit être appréciée du point de vue d'un investisseur raisonnable (pt. 66). Or, sous cet angle, l'information erronée mais « vraisemblable » est susceptible d'être utilisée lorsqu'elle confère à son détenteur un « avantage économique » pour intervenir sur les marchés financiers, par rapport à d'autres investisseurs qui n'ont pas connaissance de cette information (pt. 70). La Cour de justice ajoute que cette appréciation doit être menée non pas *ex post* mais *ex ante*, au moment de l'utilisation de cette information : par conséquent, le fait que certains détails de l'information ne soient pas corrects est indifférent, tout comme le fait que l'information se révèle *a posteriori* erronée (pts 66 à 72). Le « caractère précis » de l'information doit donc être évalué non pas au regard de sa véracité, mais de sa capacité à influencer

le comportement des investisseurs²¹ : en d'autres termes, l'information, même erronée, peut être considérée comme ayant un « caractère précis » lorsqu'elle est néanmoins exploitable sur le marché²².

12. Application au cas d'espèce. En application des critères précédents, l'information, bien qu'erronée, semblait pouvoir être qualifiée d'information privilégiée. En effet, le caractère erroné de l'information communiquée tenait à un décalage temporaire minime, comme la Cour de justice le relève elle-même : l'erreur résidait non pas dans la circonstance que l'inscription du dirigeant sur la liste d'initiés « *n'aurait pas effectivement eu lieu, mais, exclusivement, dans le fait que [celui-ci] n'était pas encore inscrit sur cette liste au moment de l'envoi du courriel du 15 novembre 2018, cette inscription étant intervenue cinq minutes après l'envoi du courriel* » (pt. 73). L'erreur commise, mineure et purement formelle, n'était donc pas de nature à remettre en cause la capacité de l'information communiquée à être prise en compte par un investisseur raisonnable.

13. Les implications sur la lutte contre les opérations d'initiés. Une telle solution interroge en réalité les fondements de la lutte contre les opérations d'initiés, ainsi que l'a relevé notre collègue le Professeur Alain Pietrancosta. On sait en effet, depuis l'arrêt *Spector*, dont la formule a été reprise par le règlement MAR²³, que « *la caractéristique essentielle d'une opération d'initié réside (...) dans le fait de tirer indûment avantage d'une information au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance* »²⁴. Cependant, la distinction qui en résulte entre les cas d'usage licite et d'usage illicite de l'information privilégiée est source d'incertitude²⁵. De prime abord, il serait tentant de considérer que l'hypothèse visée au travers de la notion d'« utilisation indue »²⁶ de l'information privilégiée est celle dans laquelle l'intéressé utilise une information qui lui confère « une supériorité effective dans l'appréhension du réel »²⁷, c'est-à-dire une information lui permettant *in fine* de réaliser un gain ou d'éviter une perte de façon indue, au détriment des autres investisseurs. La jurisprudence *Carnegie* remet en cause cette conception intuitive de l'opération d'initié, dans la mesure où l'utilisation par un investisseur d'une information inexacte peut le conduire, par une mauvaise anticipation de l'évolution du marché, à réaliser une opération qui ne lui serait pas profitable économiquement. On peut cependant considérer que l'arrêt commenté revalorise l'élément intentionnel du manquement d'initié mis en lumière

19 Comme le remarquent certains auteurs (F. Bouaziz et G. Rivière, note préc., RTDF n° 2/2026), admettre la prise en compte de l'exactitude de l'appréciation de l'émetteur aboutirait à une solution intenable : il suffirait alors que l'émetteur qualifie une information de privilégiée pour qu'elle le soit, ce qui ferait dépendre le périmètre de la répression des opérations des initiés de l'émetteur de plus ou moins bonne foi...

20 Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81.646, Bull. crim. n° 233 : BJB juill. 1995, p. 285, concl. J. Boré, note P. Le Cannu.

21 A. Sotiropoulou, note préc., BJB juill. 2026, n° BJB202q8 : « en définitive, l'arrêt *Carnegie* sanctuarise l'intégrité du marché en déplaçant le curseur de l'analyse : l'accent n'est pas mis sur la valeur intrinsèque de l'information, mais sur son aptitude à orienter les comportements économiques ».

22 A. Pietrancosta, note préc., BJS mai 2026, n° BJS204n0, n° 18.

23 Règl. n° 596/2014 préc., consid. 23.

24 CJUE, 23 déc. 2009, préc., pt. 52.

25 A. Pietrancosta, Droit des marchés financiers, Dalloz, 2025, n° 526.

26 CJUE, 23 déc. 2009, préc.

27 A. Pietrancosta, note préc., BJS mai 2026, n° BJS204n0, n° 18.

par l'arrêt *Spector*²⁸ : en ce sens, le droit des abus de marché prohibe l'usage d'une information, même inexacte, que l'initié perçoit comme pertinente pour anticiper l'évolution du cours de bourse et qu'il a la volonté d'exploiter comme telle, peu important que cette anticipation soit erronée et que l'initié ne tire pas, par conséquent, un avantage effectif de

28 Dont on sait qu'il a condamné la conception purement objective du manquement suivant laquelle tout initié réalisant une opération sur les titres concernés tombe sous le coup de la prohibition

cette information. Comme on a pu le résumer, « *l'infraction apparaît ainsi centrée sur l'usage d'une information perçue comme conférant un avantage, plutôt que sur la réalité objective de cet avantage* »²⁹. En somme, l'initié déçu n'en risque pas moins de subir les foudres de la prohibition des abus de marché... ■

29 A. Pietrancosta, note préc., BJS mai 2026, n° BJS204n0, n° 25.