Quand divulguer n'est plus transmettre : l'arrêt CJUE MT brouille l'économie du règlement Abus de marché

Auteur(s)



Maxime Galland
Docteur en droit et Avocat au barreau des Hauts-de-Seine, associé, KPMG Avocats

L'arrêt rendu par la CJUE le 18 juin 2026 dans l'affaire MT retient l'attention moins par la solution apportée au traitement de la parole politique que par le trouble qu'il introduit dans l'architecture du Règlement Abus de marché (MAR). En appréhendant une communication publique sous le prisme de la divulgation illicite d'information privilégiée, la décision brouille la ligne de partage entre le régime des comportements d'initiés et celui de la manipulation informationnelle de marché.

Les faits ont été jugés en premier lieu par le régulateur belge. Un responsable politique belge communique aux médias une information relative à un projet de désengagement de l'État du capital d'un émetteur coté. L'information est immédiatement publiée. L'intéressé est néanmoins sanctionné par la FSMA belge pour divulgation illicite d'information privilégiée. La juridiction de recours invite alors la CJUE à préciser la portée des articles 10 et 21 du règlement, à la lumière des libertés garanties par la Charte et par la Convention européenne des droits de l'homme. La réponse de la Cour entend concilier intégrité des marchés et liberté d'expression, mais elle n'y parvient qu'imparfaitement car elle se laisse guider par la récurrence du terme « divulgation » et perd de vue la différence de nature entre transmission confidentielle et diffusion publique.

Une gêne naît dès l'examen des faits sanctionnés par le régulateur belge qui semble faire un usage inadéquat de la notion de divulgation. Le trouble ne tient donc pas seulement aux conditions d'application de l'article 21 MAR, mais plus fondamentalement à la qualification initialement retenue du comportement : on peine à comprendre comment une communication publique adressée au marché peut être appréhendée comme une transmission confidentielle illicite relevant du régime des initiés. La sanction prononcée par la FSMA ne repose ni sur l'exploitation d'une information confidentielle ni sur la démonstration d'un message trompeur, mais sur une qualification intermédiaire dont les contours incertains posent un enjeu de sécurité juridique. Dans le régime encadrant les comportements d'initiés, c'est moins la publicité donnée à l'information que sa circulation restreinte, avant accès du marché, qui fonde l'interdit. L'information doit demeurer non publique pour créer l'asymétrie que le droit des abus de marché entend prévenir.

La CJUE pouvait-elle éviter l'écueil d'une solution alambiquée dont la portée pratique est incertaine ?

Le noeud du problème ne réside-t-il pas dans le choix du mot « divulgation » pour définir le comportement illicite d'initié ? De fait, son étymologie (*vulgus*, la foule, la masse ; *divulgare*, rendre public) suggère que ce mot n'aurait jamais dû être retenu par le rédacteur de l'article 10 et 14 c) MAR pour désigner le comportement consistant à transmettre une information confidentielle à un tiers. Une fois divulguée (licitement ou illicitement) une information perd son caractère de confidentialité. C'est d'ailleurs, dans cette acception que le terme est mobilisé dans l'ensemble des dispositions de MAR visant la diffusion d'information dans le marché et c'est précisément pour ses effets dé-confidentialisants que l'article 17 MAR impose aux émetteurs cotés la divulgation sans délai de toutes leurs informations privilégiées. Le détour par l'étymologie n'est donc pas purement lexical. Il révèle au contraire l'ambivalence profonde du vocabulaire retenu par MAR : le règlement emploie le même terme pour désigner tantôt la publication obligatoire d'une information au marché, tantôt sa transmission confidentielle illicite à un tiers.

En considérant l'ambiguïté du vocabulaire de MAR, examinons comment l'arrêt MT l'aggrave en faisant de cette équivoque lexicale le point de départ d'une assimilation substantielle entre deux régimes pourtant bien distincts. Pour mesurer l'enjeu de la solution retenue par l'arrêt préjudiciel du 18 juin 2026, il est tout d'abord nécessaire de montrer en quoi la décision malmène l'architecture du Règlement en assimilant à tort la divulgation illicite d'information privilégiée à une communication publique relevant, lorsque les conditions sont réunies, du régime de la manipulation informationnelle (I). Il convient ensuite d'examiner l'usage extensif et inapproprié de l'article 21, mobilisé comme palliatif d'une qualification incertaine au lieu de servir de filtre de proportionnalité aux formes d'expression médiatique et politique (II).

I - Une qualification de divulgation illicite qui perturbe l'économie du règlement MAR

Si une parole publique peut affecter le marché, reste à déterminer sous quel régime cette parole doit être juridiquement appréhendée.

A. La transmission confidentielle indue, appelée divulgation

Le règlement MAR repose sur une structuration précise de l'abus informationnel. Les articles 7, 10 et 14c) forment un ensemble cohérent centré sur l'information privilégiée : une information précise, non publique, portant directement ou indirectement sur un émetteur ou un instrument financier et susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer sensiblement le cours. Cette définition est déterminante. Elle signifie que le risque réprimé n'est pas la circulation de toute information sensible, mais l'exploitation ou la transmission d'une information encore indisponible pour le marché.

L'interdiction de divulgation illicite s'inscrit dans cette logique. Elle vise la communication indue d'une information privilégiée à un destinataire déterminé, en dehors du cadre normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions. Sa raison d'être est de prévenir la constitution d'un avantage informationnel privé, susceptible d'être converti en avantage de marché.

La divulgation sanctionnée par l'article 10 (et 14c) n'est donc pas, en son principe, la publicité générale d'une donnée ; elle est la transmission ciblée d'une information encore confidentielle, de nature à rompre l'égalité d'accès des investisseurs à l'information pertinente.

C'est sur ce point que l'arrêt MT déplace l'équilibre interne du Règlement. En admettant qu'une prise de parole publique puisse être traitée comme une divulgation illicite d'information privilégiée, la décision atténue la distinction entre transmission confidentielle à un cercle restreint et diffusion d'une information au marché. Or, cette distinction commande le choix du régime applicable. La première relève de la logique des initiés, car elle crée ou prolonge une asymétrie informationnelle exploitable. La seconde relève, le cas échéant, d'une autre logique : celle des messages publics susceptibles d'affecter la formation des cours, qui doit être appréciée au regard de la manipulation de marché.

On peut douter à cet égard, que l'action de rendre publique une information privilégiée puisse par elle-même relever de logique propre aux comportements d'initié. En lui faisant perdre sa qualité essentielle de confidentialité, la diffusion disqualifie immédiatement l'information privilégiée. À l'inverse, l'infraction de manipulation de marché appréhende les messages, signaux ou informations susceptibles de fausser le processus de formation des cours. La diffusion publique d'une information fausse, trompeuse ou artificiellement orientée, y compris lorsqu'elle porte sur un fait susceptible d'influencer le cours, relève plus naturellement du terrain de la manipulation informationnelle. On discerne mal comment la qualification de comportement d'initié pourrait être retenue en pareil cas. C'est pourtant, ce cas de figure qu'entérine la décision du 18 juin 2026.

L'arrêt MT relie ces deux logiques qui devraient rester distinctes l'une de l'autre (initié/manipulation de marché). L'amalgame est ainsi consommé autour d'une lecture unitaire de la notion de divulgation alors même que MAR retient deux acceptions distinctes sous les articles 10, 14c) d'une part et 21 d'autre part.

B. La diffusion publique manipulatoire, appelée divulgation

Une fois cette logique identifiée, l'erreur de perspective apparaît plus nettement encore. Lorsqu'une information est adressée au marché, le problème juridique ne se situe plus dans l'accès privilégié d'un destinataire déterminé, mais dans l'effet éventuel du message sur la formation des prix.

De fait, l'article 12 MAR appréhende une tout autre figure d'abus : celle des comportements manipulatoires qui donnent, ou sont susceptibles de donner, des indications fausses ou trompeuses quant à l'offre, à la demande ou au prix d'un instrument financier. Dans sa dimension informationnelle, la manipulation de marché ne repose pas sur l'existence d'une information non publique détenue par un initié, mais sur l'effet perturbateur d'un message adressé au marché. Le centre de gravité se déplace alors de l'asymétrie d'accès à l'information vers l'altération du processus de formation des prix.

Cette différence fondamentale est décisive pour comprendre la fonction exacte de l'article 21. On y reviendra plus loin, mais lorsqu'un comportement relève de l'activité journalistique ou médiatique, l'application des règles d'abus de marché doit être appréciée à la lumière des règles relatives à la liberté de la presse et à la liberté d'expression. Le texte n'a pas pour objet de transformer toute publication d'information sensible en divulgation illicite susceptible d'être disculpée au nom de la liberté d'expression. Il invite au contraire à tenir compte de la nature publique du message, de son contexte d'expression et, s'il y a lieu, de l'existence d'éléments caractérisant un avantage indu ou une intention de tromper le marché.

Dans l'affaire MT, l'application de cette grille aurait sans doute pu conduire à une qualification plus précise. La communication en cause ne se présentait pas comme une transmission confidentielle à un destinataire privilégié, mais comme une prise de parole publique portant sur un projet étatique susceptible d'influencer le marché. Si cette communication avait comporté des éléments faux, trompeurs ou artificiellement orientés, alors sans aucun doute, l'analyse aurait naturellement relevé du terrain de la manipulation informationnelle. À défaut de respecter cette logique de qualification, le raisonnement retenu par la CJUE superpose deux régimes distincts : guidée par la récurrence du terme de « divulgation » dans les articles 10 et 21, la CJUE traite comme une divulgation d'initié ce qui relève, par sa forme et par son mode de diffusion d'un message public adressé au marché. Cette superposition rend moins lisible l'économie du règlement et expose la décision à la critique.

Dans une décision remarquée validant le principe qu'une information privilégiée pouvait naître sous la plume d'un jour-

naliste[1], la CJUE avait d'ores et déjà articulé les dispositions relatives à l'interdiction de transmettre une information privilégiée à un tiers et celles prévoyant un régime d'exemption nécessaire à l'exercice libre de la presse. Si dans ce cas-ci, l'articulation des articles 10 et 21 s'appliquait harmonieusement à un cas de comportement d'initié manifeste, la solution retenue par l'arrêt MT laisse en revanche perplexe tant on peine à identifier un quelconque comportement d'initié dans le fait de rendre publique une information confidentielle.

Le raisonnement de la Cour paraît ainsi reposer sur trois glissements successifs : un glissement terminologique, parce que le même mot de « divulgation » est lu comme s'il avait une portée unitaire ; un glissement fonctionnel, parce qu'une règle relative à la transmission confidentielle est appliquée à une communication publique ; enfin, un glissement du régime d'exemption, parce que l'article 21 est mobilisé pour tempérer une qualification qui aurait d'abord dû être rigoureusement établie.

II - Un recours à l'article 21 MAR qui masque une qualification problématique

La sécurité juridique entourant la liberté d'expression commanderait de ne pas mobiliser l'article 21 pour réparer une confusion qui aurait dû être évitée au stade de la qualification.

A. L'article 21 comme filtre de proportionnalité salutaire mais ici dévoyé

L'arrêt MT donne l'impression que l'article 21 serait le nœud du débat alors qu'il est davantage le symptôme de la confusion entourant le recours à la notion de divulgation.

L'embarras suscité par la décision tient d'abord à la place conférée à l'article 21. Ce texte, qui pour mémoire vise expressément l'article 10 relatif à un comportement d'initié, impose de prendre en considération les règles relatives à la liberté de la presse et à la liberté d'expression lorsque des informations sont divulguées à des fins journalistiques ou dans le cadre de formes comparables d'expression publique. Il ne crée pas pour autant une exception autonome et générale à l'interdiction de divulgation illicite d'information privilégiée. Sa fonction est d'adapter l'application du Règlement au contexte particulier de la communication publique, et non de neutraliser les exigences de qualification propres à chaque catégorie d'abus de marché.

L'article 21 MAR n'a pas pour objet de rattacher un comportement au régime d'initié (art.10), ou à celui de la manipulation de marché (art. 12). Il n'a vocation à être mobilisé qu'une fois le terrain normatif identifié et stabilisé, avec pour objet de nuancer l'application des règles d'abus de marché aux exigences propres à la liberté de la presse et à la liberté d'expression.

La Cour bâtit sa motivation sur une articulation entre les articles 10 et 21 qui en l'espèce apparait dénuée de sens. De façon autonome la Cour admet que la prise de position d'un responsable politique dans les médias peut, dans certaines circonstances, s'inscrire dans le cadre normal de ses fonctions et être appréciée au regard de la liberté d'expression. Cette approche n'est pas critiquable en elle-même. Elle le devient lorsque l'article 21 sert à rendre acceptable une qualification préalable dénuée de logique : l'assimilation d'une communication publique à une divulgation illicite d'information privilégiée.

Le contrôle de nécessité et de proportionnalité ne dispense pas de qualifier correctement le comportement. Dans le régime des initiés, la référence au cadre normal d'un travail, d'une profession ou de fonctions permet d'identifier les transmissions légitimes d'informations confidentielles. Transposée sans précaution à une prise de parole publique, cette logique change de nature. Elle ne porte plus sur la question de savoir si une information pouvait être transmise à un destinataire déterminé, mais sur celle de savoir si une communication au marché pouvait être justifiée par l'exercice de fonctions publiques ou politiques. Ce déplacement aurait dû conduire à examiner d'abord si le comportement relevait véritablement de l'article 10 ou plutôt de déterminer si l'information transmise aux journalistes était fausse et donc susceptible de relever de la manipulation informationnelle.

L'article 21 se trouve ainsi chargé d'une fonction qui excède son office. Il sert de mécanisme de conciliation entre intégrité des marchés et liberté d'expression, alors que la difficulté principale se situe en amont, au stade de la qualification. La parole politique ou médiatique ne devrait pas être appréhendée comme une simple variante de la divulgation d'information privilégiée au sens de MAR. Dans son acception latine rappelée *supra* la divulgation doit d'abord être analysée comme portant sur un message public, et donc susceptible de relever de la manipulation de marché si des éléments de fausseté, de tromperie, d'artifice ou d'intention sont établis. À défaut, l'appel à l'article 21 se trouve mobilisé à contre-emploi pour pallier une regrettable confusion qu'une qualification plus rigoureuse aurait permis d'éviter.

B. Préserver la sécurité juridique

La portée d'un arrêt préjudiciel dépasse malheureusement le cas d'espèce sous-jacent. L'incertitude ne concerne pas seulement les personnes susceptibles de s'exprimer publiquement. Elle affecte aussi les autorités de supervision européennes, appelées à choisir le fondement de poursuite, et les juridictions, tenues de contrôler la prévisibilité de la norme sanctionnatrice. Le risque tient d'abord à l'élargissement du registre des comportements d'initiés. En arguant de l'arrêt MT, une autorité européenne pourrait être tentée de qualifier de divulgation illicite une prise de parole politique, institutionnelle ou médiatique relative à une société cotée et ce, alors même qu'aucune transmission confidentielle à un destinataire privilégié, aucun avantage économique personnel et au-

1 CJUE, 15 mars 2022, no C-302/20.

cune chaîne d'exploitation de l'information ne seraient caractérisés. Une telle extension rendrait incertaine la distinction entre information sensible non publique confinée dans un cercle restreint et information sensible livrée au débat public.

Si elle devait s'enraciner, une telle extension engendrerait une imprévisibilité accrue pour les justiciables. Les responsables publics, dirigeants, conseils et intermédiaires appelés à commenter des projets économiques sensibles pourraient difficilement anticiper si leur parole sera appréciée comme une communication publique relevant, à supposer les conditions remplies, du régime de la manipulation informationnelle, ou de manière difficilement prévisible comme une divulgation d'information privilégiée relevant du régime des initiés. L'exigence élémentaire de sécurité juridique suppose pourtant que ces deux qualifications demeurent distinctes, tant par leurs critères de qualifications que par leurs objets respectifs.

On peut souhaiter que cet arrêt ne soit pas lu comme le point de départ d'une extension générale du régime des initiés aux prises de parole publiques mais aussi qu'il n'alimente pas une tendance plus générale de la CJUE à rapprocher des dispositions du Règlement poursuivant pourtant des logiques distinctes. A cet égard, les débats récents[2] relatifs à l'articulation entre la définition de l'information privilégiée (art. 7 MAR) et les obligations préventives de publication pesant sur les émetteurs (art. 17 MAR) montrent déjà combien la cohérence du règlement dépend du maintien de frontières conceptuelles claires.

L'arrêt MT franchit une étape supplémentaire en rapprochant les articles 10, 14 et 21 dans une lecture qui tend à faire primer l'efficacité sur l'orthodoxie des qualifications. Or, cette orthodoxie conditionne la prévisibilité de la norme et la légitimité de son application jusqu'au prononcé d'une éventuelle sanction. ■

2 CJUE, 16 avril 2026, C-229/24 Brännelius.