N° 7126

Cour de justice de l'Union européenne (2e ch.)
— 11 mars 2015
C-628/13

Sièg. : Mme R. Silva de Lapuerta, président de chambre, M. K. Lenaerts, vice-président de la Cour, faisant fonction de juge de la deuxième chambre, MM. J.-C. Bonichot, A. Arabadjiev et J. L. da Cruz Vilaça (rapporteur), juges.

Min. publ. : M. M. Wathelet, avocat général.

Plaid. : MMes E. Piwnica (ordre des avocats au Conseil d'État et à la Cour de cassation) et P. Gentili (avvocato dello Stato).

(J.-B. Lafonta c/ Autorité des marchés financiers)

Renvoi préjudiciel. — Rapprochement des législations. — Directive 2003/6/CE. — Article 1er, point 1. — Directive 2003/124/CE. — Article 1er, paragraphe 1. — Information privilégiée. — Notion d' « information à caractère précis ». — Influence potentielle dans un sens déterminé sur les cours des instruments financiers.

L'article 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), et l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, doivent être interprétés en ce sens qu'ils n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis au sens de ces dispositions, qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques.

ARRÊT

1. — La demande de décision préjudicielle porte sur l'interprétation de l'article 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (*J.O.* L 96, p. 16) et de l'article 1er paragraphe 1, de la directive 2003/124/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché (*J.O.* L 339, p. 70).

2. — Cette demande a été présentée dans le cadre d'un litige opposant M. Lafonta à l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») au sujet de la décision de la commission des sanctions de cette dernière, du 13 décembre 2010, de le condamner à une sanction pécuniaire pour ne pas avoir porté à la connaissance du public, notamment, l'information relative à la mise en place d'une opération financière permettant à Wendel SA d'acquérir une participation significative dans le capital du groupe Saint-Gobain (ci-après « Saint-Gobain »).

Le cadre juridique

Le droit de l'Union

La directive 2003/6

3. — Les considérants 2, 12 et 24 de la directive 2003/6 énoncent :

« *(2) Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés.*

[…]

(12) La notion d'abus de marché recouvre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. La législation visant à lutter contre les opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif : assurer l'intégrité des marchés finan-

ciers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. [...]

(24) Une communication rapide et équitable des informations au public renforce l'intégrité du marché, alors qu'une communication sélective par les émetteurs peut induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers. [...] »

4. — Aux termes de l'article 1er, point 1, premier alinéa, de la directive 2003/6, on entend par « *information privilégiée* », aux fins de cette directive, « *une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ».

5. — L'article 2, paragraphe 1, premier alinéa, de cette directive dispose :

« *Les États membres interdisent à toute personne visée au deuxième alinéa qui détient une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.* »

6. — L'article 6, paragraphe 1, premier alinéa, de ladite directive prévoit :

« *Les États membres veillent à ce que les émetteurs d'instruments financiers rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs.* »

La directive 2003/124

7. — Les considérants 1 et 3 de la directive 2003/124 sont ainsi libellés :

« *(1) Les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations dont ils disposent déjà ("informations disponibles* ex ante*"). En conséquence, la question de savoir si un investisseur raisonnable serait susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information donnée doit être appréciée sur la base des informations disponibles* ex ante. *Cette appréciation doit prendre en considé-*

ration l'impact anticipé de l'information en question compte tenu de l'ensemble de l'activité de l'émetteur concerné, de la fiabilité de la source d'information et de toutes autres variables de marché susceptibles d'exercer en l'occurrence une influence sur l'instrument financier concerné ou tout instrument financier dérivé qui lui est lié.

[…]

(3) La sécurité juridique devrait être renforcée pour les participants au marché grâce à une définition plus fine de deux des éléments essentiels de la définition de l'information privilégiée, à savoir le caractère précis de cette information et l'ampleur de son impact potentiel sur les cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés. »

8. — L'article 1er de cette directive, intitulé « *Information privilégiée* », dispose :

« *1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE, une information est réputée "à caractère précis" si elle 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, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.*

2. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE, on entend par "information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés", une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. »

Le droit français

9. — Par arrêté du 12 novembre 2004 (*J.O.R.F.* du 24 novembre 2004, p. 19749), les livres II à VI du règlement général de l'AMF ont été homologués, le livre II étant intitulé « *Émetteurs et information financière* » et le livre VI « *Abus de marché : Opérations d'initiés et manipulations de marché* ».

10. — L'article 223-2, figurant au livre II dudit règlement général, issu de l'arrêté du 4 janvier 2007 (*J.O.R.F.* du 20 janvier 2007, p. 1204), dispose :

« *I. Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement.*

[…] »

11. — L'article 621-1, premier et deuxième alinéas, figurant au livre VI du même règlement général prévoit :

« *Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.*

Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. »

Le litige au principal et la question préjudicielle

12. — Ainsi qu'il ressort de la décision de renvoi, entre le mois de décembre 2006 et le mois de juin 2007, Wendel SA, dont M. Lafonta était le président du directoire, a conclu avec quatre établissements de crédit des contrats de « *swaps global de rendement* » (« *total return swaps* ») (ci-après les « TRS »), ayant pour actif sous-jacent des actions de Saint-Gobain. Pour constituer leur couverture, ces établissements de crédit ont acquis un total de 85 millions d'actions de Saint-Gobain. Parallèlement à la conclusion des TRS, Wendel SA a obtenu desdits établissements de crédit ainsi que d'un autre établissement de crédit des concours financiers d'un montant total proche de celui des TRS.

13. — Ayant décidé, le 3 septembre 2007, de dénouer progressivement les TRS, Wendel SA a acquis, entre cette date et le 27 novembre 2007, plus de 66 millions d'actions représentant

17,6 % du capital de Saint-Gobain. Le franchissement des seuils de 5 %, 10 %, 15 % et 20 % du capital de Saint-Gobain a été successivement déclaré à l'AMF entre le 26 septembre 2007 et le 26 mars 2008.

14. — Au terme d'une enquête ouverte sur les conditions de la montée dans le capital de Saint-Gobain, l'AMF a considéré que si Wendel SA avait officiellement pris, le 3 septembre 2007, la décision de transformer l'exposition économique à Saint-Gobain en détention physique de titres, les éléments contenus dans le rapport établi à l'issue de cette enquête et la concomitance entre la signature des TRS et l'obtention par Wendel SA de financements lui permettant, à terme, d'acquérir sur le marché des titres de Saint-Gobain cédés par les établissements de crédit dans le cadre du dénouement des TRS, mettaient en évidence qu'il existait, dès l'origine, de la part de Wendel SA, la volonté d'acquérir une participation significative dans le capital de Saint-Gobain et que l'opération financière en question avait été mise en place avec cet objectif essentiel.

15. — L'AMF a ainsi reproché à Wendel SA et à M. Lafonta, d'une part, de ne pas avoir porté à la connaissance du public, au plus tard le 21 juin 2007, date à laquelle l'ensemble des TRS avaient été conclus, les principales caractéristiques de l'opération financière préparée par Wendel SA et destinée à permettre à cette dernière d'acquérir une participation significative dans le capital de Saint-Gobain et, d'autre part, de ne pas avoir porté à la connaissance du public, avant que Wendel SA ne soit soumise à l'obligation de déclaration de franchissement à la hausse du seuil de 5 %, l'information privilégiée que constituait la mise en place par Wendel SA de cette opération financière, afin de pouvoir prendre une participation significative dans le capital de Saint-Gobain.

16. — Par décision du 13 décembre 2010, la commission des sanctions de l'AMF a considéré que ces griefs étaient établis et a prononcé à l'encontre de Wendel SA et de M. Lafonta une sanction pécuniaire d'un montant, pour chacun, de 1,5 million d'euros.

17. — M. Lafonta a formé, devant la cour d'appel de Paris, un recours en annulation contre cette décision en ce que celle-ci lui avait infligé une sanction pécuniaire. Par un arrêt du 31 mai 2012, la cour d'appel de Paris a rejeté le recours.

18. — M. Lafonta s'est pourvu en cassation contre ledit arrêt. À l'appui de son pourvoi, M. Lafonta relève qu'une information n'est réputée précise au sens de l'article 621-1, deuxième alinéa, du règlement général de l'AMF, auquel renvoie l'article 223-2 du même règlement, que « *si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés* ». Il en ressort, selon M. Lafonta, qu'une information n'est précise au sens de cette disposition que si elle permet à celui qui la détient d'anticiper dans quel sens le cours du titre concerné variera lorsque cette information sera rendue publique. Seule une information permettant de prévoir si le cours du titre concerné va monter ou descendre permettrait à celui qui la détient de savoir s'il doit acheter ou vendre et, par conséquent, lui procurerait un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui ignorent cette information. M. Lafonta ajoute que, en l'espèce, il était impossible d'anticiper quelles pouvaient être les conséquences, à la hausse ou à la baisse, sur le cours du titre de Wendel SA, de la divulgation de l'information relative à la prise de participation dans le capital de Saint-Gobain.

19. — L'AMF réplique qu'une telle exigence va au-delà de la lettre du texte des directives 2003/6 et 2003/124, qui ne fait pas mention du sens de l'effet possible de l'information sur le cours des instruments financiers concernés. D'après l'AMF, toute information dont il est possible de conclure que, si elle était connue, elle serait susceptible d'entraîner une variation de cours constitue de ce seul fait une information précise, le critère de distinction entre l'information précise et l'information imprécise résidant dans la potentialité de son effet sur le marché.

20. — C'est dans ces conditions que la Cour de cassation a décidé de surseoir à statuer et de poser à la Cour la question préjudicielle suivante :

« *Les articles 1er, point 1, de la directive 2003/6 et 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doivent-ils être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions celles dont il est possible de déduire,*

avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ? »

Sur la question préjudicielle

21. — À titre liminaire, il convient d'observer qu'il ressort des considérants 2 et 12 de la directive 2003/6 que celle-ci a pour finalité d'assurer l'intégrité des marchés financiers de l'Union européenne et de renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés, confiance qui repose, notamment, sur le fait qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées (voir, en ce sens, arrêts *Spector Photo Group et Van Raemdonck*, C-45/08, EU:C:2009:806, point 47 ; *IMC Securities*, C-445/09, EU:C:2011:459, point 27, ainsi que *Geltl*, C-19/11, EU:C:2012:397, point 33).

22. — À cette fin, tandis que l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 interdit les opérations d'initiés, l'article 6, paragraphe 1, de cette directive fait obligation aux émetteurs d'instruments financiers de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement. Ainsi que le souligne le considérant 24 de ladite directive, une communication rapide et équitable des informations au public renforce l'intégrité du marché, alors qu'une communication sélective peut induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers.

23. — La notion d'« *information privilégiée* » est définie à l'article 1er, point 1, premier alinéa, de la directive 2003/6 comme une « *information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique* », qui concerne un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, « *si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ».

24. — La définition de la notion d'« *information privilégiée* » résultant de cette disposition comprend ainsi quatre éléments essentiels. Premièrement, il s'agit d'une information à caractère précis. Deuxièmement, cette information n'a pas été rendue publique. Troisièmement, elle concerne, directement ou indirec-

tement, un ou plusieurs instruments financiers ou leurs émetteurs. Quatrièmement, elle 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 leur sont liés (arrêt *Geltl*, EU:C:2012:397, point 25).

25. — La Cour a relevé que, grâce à son caractère non public, précis et à son aptitude à influer de façon sensible sur le cours des instruments financiers concernés, une information privilégiée procure à l'initié qui la détient un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui l'ignorent (voir arrêt *Spector Photo Group et Van Raemdonck*, EU:C:2009:806, point 52).

26. — Il importe également de noter que, afin de renforcer la sécurité juridique pour les participants aux marchés, la directive 2003/124 a entendu, ainsi qu'il ressort de son considérant 3, préciser les premier et quatrième éléments essentiels de la notion d' « *information privilégiée* », tels qu'ils ont été rappelés au point 24 du présent arrêt.

27. — Ainsi, s'agissant du premier élément, l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124 prévoit qu'une information « *est réputée à "caractère précis" si elle 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, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ». S'agissant du quatrième élément, l'article 1er, paragraphe 2, de cette directive énonce qu'une information susceptible d'influer de façon sensible sur le cours des instruments financiers concernés est celle « *qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* ».

28. — La Cour a jugé que les deux éléments essentiels de la définition de la notion d' « *information privilégiée* » ainsi explicités à l'article 1er de la directive 2003/124 sont indépendants l'un de l'autre et constituent des conditions minimales dont chacune doit être atteinte pour qu'une information puisse être qualifiée de « *privilégiée* » au sens de l'article 1er, point 1, premier alinéa, de

la directive 2003/6 (voir, en ce sens, arrêt *Geltl*, EU:C:2012:397, points 52 et 53).

29. — Ces principes ayant été rappelés, il importe de relever que la question posée par la juridiction de renvoi vise uniquement à obtenir des clarifications sur le premier élément essentiel de la définition de la notion d' « *information privilégiée* », à savoir le caractère précis de l'information.

30. — À cet égard, il y a lieu de constater, ainsi que l'a relevé M. l'avocat général au point 37 de ses conclusions, qu'il ne ressort pas du libellé de ladite disposition que les informations « *à caractère précis* » ne viseraient que celles qui rendent possible la détermination du sens que pourrait prendre une variation du cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

31. — En effet, selon le sens communément attribué aux termes employés à l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124, il doit être considéré qu'il suffit, afin de remplir la condition dont il s'agit, que l'information soit suffisamment concrète ou spécifique pour pouvoir constituer une base permettant d'évaluer si l'ensemble de circonstances ou l'événement qui en est l'objet est susceptible d'avoir un effet sur les cours des instruments financiers auxquels elle se rapporte. Par conséquent, cette disposition n'exclut de la notion d'« *information privilégiée* » que des informations vagues ou générales, qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés.

32. — Cette interprétation est corroborée aussi bien par l'économie générale de l'article 1er de la directive 2003/124 que par la finalité de la directive 2003/6.

33. — S'agissant de l'économie générale de l'article 1er de la directive 2003/124, M. Lafonta estime qu'une information ne saurait être regardée comme présentant un caractère précis qu'à la condition qu'elle mette son détenteur en mesure d'anticiper le sens de variation du cours de l'instrument financier concerné, puisque seule une information satisfaisant à cette condition permettrait à ce détenteur de déterminer s'il convient d'acquérir ou de céder cet instrument financier et, par suite, lui procurerait un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché.

34. — Or, il convient de relever à cet égard que, à l'instar de l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124, l'article 1er,

paragraphe 2, de cette directive n'exige pas que l'information permette de déterminer le sens de variation du cours des instruments financiers concernés. En effet, une information donnée est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable en tant que faisant partie des fondements de sa décision d'investissement et, partant, de satisfaire à la condition visée à l'article 1er, paragraphe 2, de ladite directive, quand bien même cette information ne permettrait pas d'anticiper la variation dans un sens déterminé du cours des instruments financiers concernés.

35. — En ce qui concerne la finalité de la directive 2003/6, il importe de souligner, ainsi que l'a relevé M. l'avocat général au point 39 de ses conclusions, que restreindre le champ d'application de l'article 1er, point 1, de la directive 2003/6 et de l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124 aux seules informations qui permettent de déterminer le sens de variation du cours des instruments financiers concernés risquerait de porter atteinte aux objectifs rappelés au point 21 du présent arrêt.

36. — En effet, la complexité accrue des marchés financiers rend particulièrement difficile d'évaluer de manière exacte le sens dans lequel peuvent varier les cours des instruments financiers, comme le rappelle d'ailleurs le considérant 1 de la directive 2003/124 qui se réfère à plusieurs facteurs susceptibles d'exercer une influence sur ces cours dans une situation donnée. Dans ces conditions, qui peuvent conduire, de façon généralisée, à des appréciations divergentes selon les investisseurs, s'il était admis qu'une information ne puisse être réputée à caractère précis qu'à la condition qu'elle permette de déterminer le sens de variation du cours des instruments financiers concernés, il en résulterait que le détenteur d'informations pourrait prétexter l'existence d'une incertitude à cet égard pour s'abstenir de rendre publiques certaines de ces informations et en tirer ainsi profit au détriment des autres intervenants sur le marché.

37. — Il convient encore de relever dans ce contexte qu'il ressort des travaux préparatoires de la directive 2003/124 qu'une référence à la possibilité de tirer une conclusion quant à la « direction » de l'effet de l'information sur le cours des instruments financiers concernés, figurant dans la version soumise à consultation publique de l'avis technique CESR/02-089d émis au mois de décembre 2002 par le Comité européen des régulateurs

des marchés de valeurs mobilières (CERVM), destiné à la Commission européenne et intitulé « *Avis du CERVM sur le niveau 2 des mesures d'exécution concernant la proposition de directive abus de marché* » (« *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive* »), a été supprimé(1) ultérieurement, précisément afin d'éviter qu'une telle référence puisse servir de prétexte à l'absence de publication d'informations.

38. — Eu égard à l'ensemble des considérations précédentes, il convient de répondre à la question posée que l'article 1er, point 1, de la directive 2003/6 et l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doivent être interprétés en ce sens qu'ils n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis au sens de ces dispositions, qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques.

Sur les dépens

39. — La procédure revêtant, à l'égard des parties au principal, le caractère d'un incident soulevé devant la juridiction de renvoi, il appartient à celle-ci de statuer sur les dépens. Les frais exposés pour soumettre des observations à la Cour, autres que ceux desdites parties, ne peuvent faire l'objet d'un remboursement.

Par ces motifs, la Cour (deuxième chambre) dit pour droit :

L'article 1er, point 1, de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), et l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124/CE de la Commission, du 22 décembre 2003, portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, doivent être interprétés en ce sens qu'ils n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis au sens de ces dispositions, qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffi-

(1) N.d.l.r. : *Sic*.

sant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques.

Observations. — Le caractère précis de l'information privilégiée : une condition nébuleuse.

CHAPITRE I. — Introduction

Section 1. — Objet de la présente note et plan

1. — Dans l'affaire ayant donné lieu à l'arrêt annoté, le dirigeant d'une société, Monsieur Lafonta, s'était vu infliger une amende par l'AMF pour ne pas avoir porté en temps utile à la connaissance du public une information privilégiée.

Il soutenait que cette information ne revêtait pas un caractère précis et qu'elle n'était donc pas privilégiée car il était impossible d'anticiper l'effet sur le cours, à la hausse ou à la baisse, qu'aurait eu sa publication.

2. — La Cour de justice, saisie dans le cadre d'une question préjudicielle, dit pour droit qu'une information peut revêtir un caractère précis même s'il n'est pas « *possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que* (son) *influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé* », une fois qu'elle sera rendue publique.

3. — Nous proposons d'examiner dans la présente note si cette jurisprudence est compatible avec les conditions requises pour qu'une information soit privilégiée, et, en particulier, avec l'exigence de précision.

Dans la première partie, nous rappellerons la définition et les conditions de l'information privilégiée (*infra*, chapitre II). L'investisseur raisonnable est au cœur de cette définition bien qu'il s'agisse d'un personnage extrêmement difficile à appréhender (*infra*, n°s 23 et 24).

Dans la seconde partie, nous analyserons la décision rendue par la Cour de Justice dans l'affaire *Lafonta* et nous examinerons si la possibilité d'anticiper le sens de la variation du cours est, comme l'a dit la Cour de Justice, indifférente pour déterminer si une information est privilégiée (*infra*, chapitre III).

Section 2. — Textes

4. — À l'heure de la rédaction de ces lignes, la réglementation en matière d'information privilégiée repose essentiellement sur deux directives :

— la directive 2003/6(1) qui, en substance, définit la notion l'information privilégiée et fixe les obligations que les États membres doivent imposer à l'émetteur, et

— la directive 2003/124(2), qui, en substance, précise certaines conditions de cette définition.

Ces deux directives vont être abrogées très prochainement. Le règlement 596/2014(3) les remplacera pour l'essentiel à partir du 3 juillet 2016. Il sera complété par la directive 2014/57 relative aux abus de marché(4).

Le Parlement et le Conseil ont en effet considéré qu'un règlement définirait plus clairement les règles applicables dans tous les États membres et lèverait les distorsions de concurrence dues aux divergences entre les législations nationales (considérant n° 5).

CHAPITRE II. Notion d'information privilégiée

Section 1. — Importance

5. — En substance, la réglementation en matière d'information privilégiée repose sur deux obligations :

(1) Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *J.O.*, L 96 du 12 avril 2003, p. 16.

(2) Directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, *J.O.*, L 339 du 24 décembre 2003, p. 70.

(3) Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, *J.O.U.E.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 1.

(4) Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, *J.O.U.E.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 179.

— une obligation positive dans le chef de l'émetteur : publier immédiatement toute information privilégiée qui le concerne (5) ;

— une obligation négative dans le chef des initiés : s'abstenir d'effectuer des opérations sur les instruments financiers concernés (6).

6. — La question de savoir si une information revêt un caractère privilégié est donc essentielle :

— dans l'affirmative, l'émetteur doit la publier et les initiés doivent s'abstenir d'effectuer des opérations sur les instruments financiers concernés ;

— dans la négative, l'émetteur ne doit rien publier et les personnes qui connaissent cette information ne doivent pas s'abstenir, même s'ils ont acquis cette connaissance dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions.

Section 2. — Définition et conditions

7. — La directive 2003/6 définit l'information privilégiée comme une « *information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* » (art. 6).

Cette définition comprend quatre conditions, qui sont cumulatives :

1°) l'information privilégiée est une information à caractère précis (« précision ») ;

2°) elle n'a pas été rendue publique ;

3°) elle concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers;

(5) Art. 6 de la directive 2003/6 ; art. 17, § 1er, du règlement 596/2014. Il s'agit en droit belge de l'article 10, alinéa 1er, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

(6) Art. 2 à 4 de la directive 2003/6 ; art. 8 et 10 du règlement 596/2014. Il s'agit en droit belge de l'article 25 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

4°) elle 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 leur sont liés (« sensibilité »).

De ces quatre conditions, la directive 2003/124 en précise deux : la précision et la sensibilité (art. 1, §§ 1 et 2).

Ces conditions sont indépendantes les unes des autres et constituent des conditions minimales qui chacune doivent être satisfaites pour qu'une information puisse être qualifiée de privilégiée(7). Ainsi, si une information est précise mais que sa publication aurait un impact insignifiant sur le cours, il ne s'agit pas d'une information privilégiée(8).

8. — En droit belge, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers reprend la même définition (art. 2, 14°, al. 1, 4 et 5).

9. — Le législateur européen a promis de renforcer « *la sécurité juridique (...) pour les participants au marché grâce à une définition plus fine de deux des éléments essentiels de la définition de l'information privilégiée, à savoir le caractère précis de cette information et l'importance de son impact potentiel sur les cours des instruments financiers* » (considérant n° 18 du règlement 596/2014).

Cet espoir est partiellement déçu : sous réserve qu'il spécifie que, dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes, chacune de ces étapes peut constituer une information privilégiée (art. 7, §§ 2 et 3), le règlement 596/2014 ne modifie pas cette définition pour les instruments financiers. En réalité, ce considérant est un copié collé du troisième considérant de la directive 2003/124. Si, à la rigueur, il se justifiait pour cette directive (qui précisait quand même deux conditions de la directive 2003/6), il n'a guère de sens pour le règlement 596/2014 qui n'ajoute quasi-rien à la définition résultant des directives de 2003.

---

(7) À propos de l'indépendance de la première et de la quatrième conditions, C.J.U.E., 28 juin 2012, *Geltl c. Daimler*, C-19/11, points 52 à 54, *D.B.F.*, 2013, obs. B. Feron et M. Berlingin, « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Geltl* de la CJUE du 28 juin 2012 », p. 52 ; arrêt *Lafonta*, point 28.

(8) Conclusions de M. l'avocat général Wathelet sous l'arrêt *Lafonta*, point 28.

Section 3. — Première condition : précision (matérialité et spécificité)

10. — Une information « *est réputée à "caractère précis" si elle 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, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours*(9) *des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* » (art. 1, § 1er, de la directive 2003/124).

Cette condition comporte elle-même deux éléments : on doit non seulement avoir affaire à 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 (test de matérialité), mais en outre l'information doit être suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés (test de spécificité)(10).

11. — Le premier élément de cette condition (test de matérialité) a fait l'objet de l'arrêt *Geltl c. Daimler*(11).

Dans cette affaire, la société Daimler avait publié à titre d'information privilégiée la décision de son conseil de surveillance suivant laquelle le président du directoire cesserait ses fonctions à la fin de l'année.

L'Oberlandesgericht de Stuttgart avait admis que cette décision constituait le fait déterminant susceptible d'avoir eu un effet sur le cours des actions.

Toutefois, le Bundesgerichtshof avait constaté que l'Oberlandesgericht n'avait pas examiné si les étapes du processus aboutissant à cette décision étaient de nature à influencer le cours

(9) Les directives 2003/6 et 2003/124 utilisent généralement le singulier pour le terme « cours » mais elles utilisent parfois le pluriel quand elles visent à la fois les instruments financiers et les instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

(10) B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, p. 59, n° 4.

(11) C.J.U.E., 28 juin 2012, C-19/11.

des actions de Daimler et avait décidé de poser des questions préjudicielles à la Cour de Justice.

La Cour de Justice a décidé « *que les articles 1er, point 1 de la directive 2003/6 et 1er, paragraphe 1 de la directive 2003/124 doivent être interprétés en ce sens que, s'agissant d'un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement, peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions non seulement cette circonstance ou cet événement, mais également les étapes intermédiaires de ce processus qui sont liées à la réalisation de ceux-ci* » (point 40) et que « *l'article 1er, paragraphe 1 de la directive 2003/124 doit être interprété en ce sens que la notion "d'un ensemble de circonstances* (...) *dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement* (...) *dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira" vise les circonstances ou les événements futurs dont il apparaît, sur le fondement d'une appréciation globale des éléments déjà disponibles, qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront* » (point 56). Elle n'a cependant pas exigé la démonstration d'une probabilité élevée des circonstances ou des éléments visés (point 46)(12).

Elle a ainsi consacré une interprétation large de la notion de précision(13).

12. — Cette jurisprudence a été critiquée : elle impose à l'émetteur de publier des informations à chaque étape du processus, alors que celui-ci n'aboutira peut-être jamais, à la limite, risquant ainsi de susciter fallacieusement des attentes dans le marché(14).

---

(12) Sur cet arrêt, A. Lecocq, « L'information privilégiée face à un processus étalé dans le temps », *Rev. dr. pén. entr.*, 2012, p. 266 ; N. Ott et S. Zeyher, « Geltl v. Daimler and the Reform of the Market Abuse Law — the Element of Precision of Inside Information in Light of the Commission's Proposals for Reform », *E.L.R.*, 2012, p. 276 ; B. Feron et M. Berlingin, « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Gelt* de la CJUE du 28 juin 2012 », *D.B.F.*, 2013, p. 57 ; E. Vandendriessche, « De (ruime) interpretatie van het concept 'voorwetenschap' door het Europese Hof van Justitie in het Geltl-arrest — De vereiste graad van nauwkeurigheid van koersgevoelige informatie in een in de tijd gespreid proces », *R.D.C.B.*, 2013, p. 179.

(13) E. Vandendriessche, *op. cit.*, *R.D.C.B.*, 2013, p. 179 ; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, p. 61, n° 7 (notion « *floue* »).

(14) B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, pp. 63-64, n° 10 ; M. Berlingin, « L'utilisation abusive d'informations privilégiées (délit d'initié) », in *L'information financière*, Séminaire Vanham & Vanham, 28 mai 2015, pp. 26 à 28, nos 34 à 37 ; voir déjà en ce sens, X. Dieux et D. Willermain, « La transparence

Le règlement 596/2014 entérine néanmoins cette jurisprudence en précisant que dans le cas d'un processus se déroulant en plusieurs étapes, chacune de ces étapes peut constituer une information privilégiée (art. 7, §§ 2 et 3).

13. — Le deuxième élément de cette condition (test de spécificité) ne comporte pas de référence à l'investisseur raisonnable (utilisation du pronom « on »).

On considère cependant généralement que cet « on » désigne l'investisseur raisonnable(15) ou les investisseurs en général(16) car l'appréciation de ce test en fonction des qualités de l'investisseur qui utilise l'information serait source d'insécurité juridique(17).

C'est ce deuxième élément qui fait l'objet de l'arrêt *Lafonta* (*infra*, n°s 32. - *et sq.*)

Section 4. — Deuxième condition : information qui n'a pas été rendue publique

14. — L'information qui n'a pas été rendue publique est celle qui n'a pas été publiée.

À cet égard, l'article 6, § 1, de la directive 2003/6 se borne à imposer aux États membres de veiller « *à ce que les émetteurs d'instruments financiers rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs* ».

---

en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution », *D.B.F.*, 2007, p. 9 ; N. Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008, p. 971.

(15) *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02-089d, December 2002, p. 9, n° 20 ; CESR, *Market Abuse Directive. Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, CESR/06-562b, juillet 2007, § 1.8, p. 5 ; Th. Bonneau, « L'information n'est-elle précise que s'il est possible de déterminer le sens, à la hausse ou à la baisse, de la variation sur le cours du titre ? », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2014, p. 15, n°s 14 et 15 ; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, p. 66, n° 15.

(16) C. Di Noia et M. Gargantini, « Issuers at Midstream : Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime », *E.C.F.R.*, 2014, p. 499.

(17) Y. De Cordt et G. Schaeken Willemaers, *La transparence en droit financier et en droit des sociétés*, Bruxelles, Larcier, 2008, p. 352, n° 456 ; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, p. 66, n° 15 ; M. Berlingin, *op. cit.*, in *L'information financière*, Séminaire Vanham & Vanham, 28 mai 2015, p. 32, n° 42.

15. — Toutefois, une information privilégiée est une « *information réglementée* » au sens de la directive 2004/109(18) (art. 2, § 1, k).

Cette directive réglemente l'accès aux informations réglementées et habilite la Commission à fixer des normes minimales pour la diffusion des informations réglementées.

C'est l'objet de la directive 2007/14(19), qui impose aux États membres de veiller à ce que les informations réglementées soient diffusées de manière à ce qu'elles puissent atteindre le plus large public possible dans un laps de temps aussi court que possible et communiquées aux médias dans leur intégralité, d'une manière qui garantisse la sécurité de la communication, qui minimise le risque de corruption des données et d'accès non autorisé et qui apporte toute certitude quant à leur source et selon des modalités signalant clairement qu'il s'agit d'informations réglementées (art. 12, § 2 à 5).

16. — S'agissant de normes minimales, les États membres peuvent les compléter.

C'est l'objet, en droit belge, de l'arrêté royal du 14 novembre 2007 relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé (voir art. 35 et 36).

Il n'est donc pas possible de « noyer » une information privilégiée dans un amas d'autres informations.

17. — Le règlement 596/2014 dispose que « *tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement ledit émetteur* » (art. 17, § 1er, al. 1er).

Il précise que « *l'émetteur veille à ce que les informations privilégiées soient rendues publiques d'une façon permettant un accès rapide et complet à ces informations ainsi qu'une évaluation correcte et rapide de celles-ci par le public et, le cas échéant, par le*

(18) Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

(19) Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

biais du mécanisme officiellement désigné visé à l'article 21 de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil. L'émetteur ne combine pas la publication d'informations privilégiées avec la commercialisation de ses activités » (art. 17, § 1, al. 2).

Section 5. — Troisième condition : lien avec un émetteur ou des instruments financiers

18. — L'information doit concerner, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs ou un ou plusieurs instruments financiers.

L'émetteur ne doit cependant publier que les informations privilégiées qui le concernent **directement**(20), tandis que les initiés doivent s'abstenir d'agir dès qu'ils ont connaissance d'une information privilégiée qui concerne directement ou indirectement l'émetteur(21).

19. — La directive 2003/6 ou le règlement 596/2014 ne se réfèrent pas expressément à la notion de l'investisseur raisonnable dans cette condition, mais elle doit, à notre avis, être appréhendée à l'aune de l'investisseur raisonnable, comme l'y invite d'ailleurs le 14e considérant du règlement.

Par exemple, si on trouve une énergie alternative au pétrole, un investisseur raisonnable considérerait probablement que cette information concerne indirectement les compagnies pétrolières et leurs instruments financiers.

---

(20) Art. 6, § 1, de la directive 2003/6 ; art. 17, § 1, du règlement 596/2014 ; M. Fyon, « La publication immédiate des informations privilégiées par l'émetteur », *Revue*, 2006, n° 6958, p. 424, n° 10 ; C. Di Noia et M. Gargantini, *op. cit.*, *E.C.F.R.*, 2014, p. 493.

(21) Voir l'explication fournie par CESR, *Market Abuse Directive — Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, CESR 06-562b, July 2007, § 1.16, p. 8 : « *(Indeed, it is recognised that in the examples listed below, the issuer would usually either not be aware of the information before it was publicly announced, or, if they were aware, would be precluded from making any disclosure themselves until the other agency had made its announcement.) Nevertheless, if such events when they become public knowledge would have consequences directly affecting the issuer which would meet the tests for inside information, the disclosure requirement in Article 6 of MAD would apply at the relevant point* ».

Section 6. — Quatrième condition : sensibilité

20. — L'information doit être 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 leur sont liés.

21. — Une information susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est celle « *qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement* »(22).

Section 7. — Examen *ex ante*

22. — C'est *ex ante* qu'il convient d'examiner si ces conditions sont remplies et, notamment, de déterminer si une information revêt un caractère précis et est susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés(23).

On doit donc se placer dans la situation qui existait à l'époque, compte tenu des éléments qui étaient connus à l'époque(24).

En effet, « *les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations déjà disponibles, c'est-à-dire sur les informations disponibles* ex ante. *Il s'ensuit que la question de savoir si un investisseur raisonnable est susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information particulière devrait être appréciée sur la base des informations disponibles* ex ante. *Cette appréciation doit prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question, compte tenu de l'ensemble des activités de l'émetteur qui y sont liées, de la fiabilité de la source d'information et de toutes les autres variables de marché susceptibles, dans les circonstances données, d'avoir un effet sur les instruments financiers concernés …* » (considérant n° 14 du règlement n° 596/2014, correspondant quasiment au premier considérant de la directive 2003/124).

---

(22) Art. 1, § 2, de la directive 2003/6 ; art. 7, § 4, du règlement 596/2014.

(23) CESR, *Market Abuse Directive — Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, CESR 06-562b, July 2007, § 1.12.

(24) B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, p. 60, n° 4.

Section 8. — Référence à l'investisseur raisonnable

23. — À l'exception de la condition relative à la publicité, ces conditions se réfèrent toutes à la notion d'investisseur raisonnable, explicitement (condition relative à la sensibilité : *supra*, Section 6) ou implicitement (condition relative à la spécificité et au lien avec l'émetteur ; *supra*, Section 3 et Section 5).

L'investisseur raisonnable est donc au cœur de la définition de l'information privilégiée.

24. — Mais qui est l'investisseur raisonnable ?

Selon CESR, « *A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way* »(25).

Il peut s'agir d'investisseurs non professionnels comme de gestionnaires de fonds, de sorte que toute une gamme de comportements doit être anticipée(26).

Dans certains cas, une même information est susceptible d'être accueillie de façon différente par des investisseurs, qui peuvent adopter des comportements diamétralement opposés tout en agissant de manière parfaitement raisonnable compte tenu de leurs objectifs et préoccupations propres.

Par exemple, si une société prend une décision qui affectera le niveau des dividendes des deux ou trois prochains exercices mais permettra de réaliser des économies substantielles dans le futur, cette décision aura un effet à la hausse ou à la baisse selon que les volumes achetés par les investisseurs qui recherchent un placement à long terme excéderont ou non les volumes vendus par les investisseurs attirés par des profits immédiats. Ou, si une société prend la décision de désormais investir dans des produits éthiques, cette décision aura un effet à la hausse ou à la baisse selon que les volumes achetés par ceux qu'elle aura séduits (par exemple des fonds qui ne peuvent investir que dans des produits « éthiques ») excéderont ou non les volumes vendus par ceux qu'elle aura rebutés. On pourrait multiplier les exemples(27).

---

(25) *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02-089d, December 2002, p. 10, note 1.

(26) C. Di Noia et M. Gargantini, *op. cit.*, *E.C.F.R.*, 2014, pp. 501 et 502.

(27) Lors de l'audience, le Gouvernement polonais avait cité l'exemple suivant : « *le fait que le président directeur général d'une entreprise du secteur de la construction prenne sa retraite et pourrait être remplacé par un dirigeant qui a une longue expérience en matière de télécommunications* (…) *certains estimeront que ce rempla-*

Dans des hypothèses de ce type, compte tenu de l'incertitude quant au nombre d'investisseurs dans chaque catégorie et au volume des instruments financiers qu'ils peuvent acheter ou vendre, il est extrêmement difficile, sinon impossible, de prédire *ex ante* si les volumes achetés par les uns excéderont ou non les volumes vendus par les autres et donc d'anticiper l'impact sur le cours.

Section 9. — Existence d'une seule définition — Inconvénients qui en découlent

25. — La même définition de l'information privilégiée vaut aussi bien pour l'obligation positive dans le chef de l'émetteur de publier immédiatement toute information privilégiée qui le concerne que pour l'obligation négative dans le chef des initiés de s'abstenir d'effectuer des opérations sur les instruments financiers concernés.

26. — L'existence d'une seule définition de l'information privilégiée pour les règles imposant aux émetteurs de publier l'information privilégiée et pour les règles interdisant aux initiés d'effectuer des opérations sur les instruments financiers est depuis longtemps considérée comme un défaut majeur de la réglementation en matière d'abus de marché(28).

27. — Un premier inconvénient tient au fait que l'émetteur peut avoir d'excellentes raisons de ne pas vouloir publier certaines informations, tandis qu'il serait choquant qu'un initié puisse utiliser de telles informations.

Le législateur européen a été conscient de ce problème et l'a résolu en permettant à l'émetteur de reporter la publication d'une information privilégiée « *afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information* »(29).

---

cement donnera un nouvel élan à l'entreprise alors que d'autres seront d'avis que le recrutement d'un dirigeant extérieur au secteur ne peut que l'affaiblir » (cité dans les conclusions de M. l'avocat général M. Wathelet avant l'arrêt *Lafonta*, point 51).

(28) *ESME Report Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Brussels, July 6th, 2007, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf, p. 5 (« *fundamental flaw* »).

(29) Art. 6, § 2, de la directive 2003/6 ; dans le même sens, art. 17, § 4, du règlement 596/2014 ; en droit belge, art. 10 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

On peut citer comme exemples d'intérêts légitimes pouvant justifier le report par l'émetteur de la publication d'une information privilégiée les situations suivantes :

« *a) négociations en cours, ou éléments connexes, lorsque le fait de les rendre publics risquerait d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations. En particulier, en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur, mais n'entrant pas dans le champ d'application du droit applicable en matière d'insolvabilité, la publication d'informations peut être différée durant une période limitée si elle risque de nuire gravement aux intérêts des actionnaires existants et potentiels en compromettant la conclusion de négociations particulières visant à assurer le redressement financier à long terme de l'émetteur;*

b) décisions prises ou contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure dudit émetteur requiert une séparation entre les deux organes, à condition que la publication de ces informations avant leur approbation, combinée à l'annonce simultanée que cette approbation doit encore être donnée, soit de nature à fausser leur appréciation correcte par le public »(30)(31).

28. — Un deuxième inconvénient est inhérent aux buts différents que poursuivent les règles imposant aux émetteurs de publier l'information privilégiée et les règles interdisant aux

(30) Art. 3, § 1er, de la directive 2003/124 ; considérant n° 50 du règlement n° 596/2014.

(31) Corrélativement, un investisseur peut effectuer certaines opérations tout en ayant connaissance d'une information privilégiée si son comportement est légitime. On peut citer comme exemples de comportements légitimes dans le chef des investisseurs pouvant justifier le droit de faire certaines opérations malgré la connaissance d'une information privilégiée : l'utilisation de cette information dans le cadre d'une offre publique d'acquisition visant à la prise de contrôle de cette société ou d'une proposition de fusion avec cette société (considérant n° 29 de la directive 2003/6 ; art. 9, § 4, al. 1, et considérant n° 30 du règlement n° 596/2014) ; l'acquisition ou la cession d'instruments financiers par un investisseur sur la base de la décision qu'il a prise préalablement de le faire (considérant n° 30 de la directive 2003/6 ; art. 9, § 5, et considérant n° 31 du règlement n° 596/2014) ; l'opération faite « *pour assurer l'exécution d'une obligation devenue exigible, en toute bonne foi et non dans le but de contourner l'interdiction d'opération d'initié* », quand cette obligation est née avant qu'il ne détienne une information privilégiée (art. 9, § 3, et considérant n° 30 du règlement n° 596/2014).

initiés d'effectuer des opérations sur les instruments financiers : assurer l'information correcte du marché et l'égalité entre les participants.

Il est extrêmement difficile pour un émetteur d'anticiper si la publication d'une information aura un effet sur le cours (sans même, à ce stade, évoquer le sens, à la hausse ou à la baisse, de l'effet sur le cours) et de déterminer à partir de quel moment une information devient suffisamment précise pour devoir être publiée, qu'il s'agisse, comme dans l'affaire *Geltl c/ Daimler*, du remplacement d'un dirigeant, de la négociation d'un contrat, ou d'une restructuration en cours.

L'émetteur ne peut d'ailleurs pas inonder le marché avec des informations qui sont insignifiantes ou qui portent sur des événements dont la probabilité est faible, à peine de créer la confusion dans le chef des investisseurs et de les noyer dans un flot d'informations dont ils ne pourront plus distinguer celles qui sont pertinentes de celles qui ne le sont pas, voire même de fournir des indications trompeuses sur les perspectives d'aboutissement d'un processus, ce qui pourrait être constitutif du délit de manipulation de cours(32).

L'émetteur se trouve dans une situation très inconfortable car, s'il ne publie pas assez ou s'il publie trop, il méconnaît la réglementation.

29. — En ce qui concerne l'obligation imposée à l'émetteur, une interprétation large de la notion d'information privilégiée est donc source d'insécurité juridique et est incompatible avec les exigences de la vie des affaires(33).

Toutefois, des informations qui, du point de vue de l'émetteur, ne sont pas assez mûres peuvent s'avérer fort utiles pour certains initiés afin de spéculer sur ces informations.

---

(32) *ESME Report Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Brussels, July 6th, 2007, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf, p. 5 ; M. Siems et M. Nelemans, « The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? », *The Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol 19 (2012), pp. 195-205, également disponible sur http://ssrn.com/abstract=2037727, p. 7 ; X. Dieux et D. Willermain, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2007, p. 10, n° 7 ; B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, p. 62, n° 8.

(33) B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, pp. 61 à 64, nos 8 à 10.

Il serait contraire au principe d'égalité que ces initiés puissent profiter d'informations non publiées pour réaliser des opérations sur les instruments financiers concernés(34).

En ce qui concerne l'interdiction faite aux initiés, une interprétation large de la notion d'information privilégiée se justifie donc.

30. — Il y a donc un véritable décalage entre le type d'interprétation que requièrent les objectifs respectifs de ces deux règles.

Or, comme la même définition vaut pour les deux règles, on ne peut exclure la tentation d'interpréter cette notion de manière large, pour prévenir les délits d'initiés(35).

C'est la raison pour laquelle, faisant écho à la proposition d'ESMA(36), la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (COM/2011/651) indiquait que « *Des informations privilégiées peuvent faire l'objet d'abus avant qu'un émetteur ne soit obligé de les publier. L'état d'avancement des négociations des contrats, les modalités temporairement acceptées dans le cadre de celles-ci, la possibilité de placement des instruments financiers, les futures conditions de commercialisation ou les modalités temporaires relatives au placement d'instruments financiers sont autant d'informations qui peuvent s'avérer utiles pour les investisseurs. Il convient dès lors que de telles informations soient considérées comme privilégiées. Il se peut toutefois qu'elles ne soient pas suffisamment précises pour que l'émetteur soit dans l'obligation de les publier.* ***Le cas échéant, l'interdiction des opérations d'initiés devrait s'appliquer mais pas l'obligation de publication de ces informations par l'émetteur*** » (14e considérant, souligné par nous)(37).

La notion d'information privilégiée devait couvrir, outre toute information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs

(34) E. Vandendriessche, *op. cit.*, *R.D.C.B.*, 2013, p. 187, n° 25.

(35) *Ibidem*.

(36) *ESME Report Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Brussels, July 6th, 2007, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf, p. 7.

(37) Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), 20 octobre 2011, COM(2011)0651 final — 2011/0295(COD). La proposition modifiée de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (25 juillet 2012, COM/2012/0421 final — 2011/0295 (COD)) n'affecte pas ce point.

émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés (art. 6, § 1, a), « *toute information qui* (...) *se rapporte à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers, qui n'est pas généralement accessible au public mais qui, si elle était accessible à un investisseur raisonnable qui opère régulièrement sur le marché et sur l'instrument financier ou un contrat lié sur matières premières au comptant concernés, serait considérée par cette personne comme pertinente pour décider des conditions auxquelles devraient être réalisées des transactions sur ledit instrument financier* (...) » (art. 6, § 1, e, de la proposition de règlement).

Les articles 7 et 9 interdisaient aux personnes d'utiliser des informations privilégiées pour faire des opérations, tandis que l'article 12 obligeait l'émetteur à publier toute information privilégiée, à l'exception de l'information privilégiée au sens de l'article 6, § 1, e.

Il en résultait une définition plus large de l'information privilégiée pour les initiés que pour les émetteurs.

31. — Le Parlement européen a proposé certains amendements à la proposition de règlement (38).

Dans un premier temps, le point e y figurait encore, avec quelques précisions (art. 6, § 1, e : « *information not falling within points (a), (b), (c) or (d) relating to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments, which although is not generally available to the public, is of a type that is reasonably considered to require subsequent disclosure and which, if it were available to a reasonable investor, who regularly deals on the market and in the financial instrument or a related spot commodity contract concerned, would be regarded as relevant*

(38) Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2011)0651 — C7-0360/2011 — 2011/0295(COD), 22 October 2012 and Amendments 001-001 by the Committee on Economic and Monetary Affairs, 5.9.2013, A7-0347, Draft European Parliament legislative resolution on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2011)0651 — C7-0360/2011 — 2011/0295(COD)).

by that person when deciding the terms on which transactions in the financial instrument or a related spot commodity contract should be effected and where any type of conduct upon such information is likely to be regarded by a reasonable investor who regularly deals on the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in such position in relation to that market ».

Toutefois, le Comité des affaires légales a proposé au comité des affaires économiques et monétaires d'ajouter certains amendements complémentaires. Parmi ces amendements, figurait la suppression de l'article 6, § 1er, e, et l'ajout d'un nouvel article 6, § 1er, da, prévoyant, en ce qui concerne notamment les instruments financiers, « *(i) other than relevant information of precise nature which if it were made public, would be likely to have a material and significant effect on the price of such financial instruments, and (ii) where the use of such information would be regarded by a reasonable investor who regularly deals on the market and in the financial instrument concerned as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the relevant markets* ». Cette disposition introduisait ainsi « *a free standing category of inside information, which is neither 'precise' nor price sensitive', but which is simply treated as insider information by virtue of the application of a 'reasonable investor test'* »(39), ce qui a donné lieu à des critiques(40).

Finalement, ni l'article 6, § 1er, e, ni l'article 6, § 1er, da, ne figurent dans les derniers amendements du Parlement(41).

---

(39) Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2011)0651 — C7-0360/2011 — 2011/0295(COD)), 22 October 2012, Opinion of the Committee on Economic and Monetary Affairs, amendment 14.

(40) European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, *Public Hearing on the review of the Market Abuse Directive, Introductory statement by Carmine Di Noia Deputy Director General, ASSONIME and Rapporteur on market abuse at ESME (European Securities Market Expert Group)*, January 24th, 2012, http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201201/20120125ATT36195/20120125ATT36195EN.pdf, p. 2, qui recommande plutôt de permettre aux émetteurs de différer la publication d'informations relatives à des négociations jusqu'à ce qu'elles aient un degré suffisant de certitude.

(41) Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2011)0651 — C7-0360/2011 — 2011/0295(COD)), 22 October 2012, Amend-

À la suite d'un accord oral entre la Commission et le Parlement, le texte a été modifié dans la version qui est devenue le règlement 596/2014 (42).

On se retrouve donc au point de départ : la même définition vaut pour les émetteurs et les initiés, avec le risque d'une interprétation large de la condition relative au caractère précis de l'information (43).

CHAPITRE III. Possibilité d'anticiper l'effet sur le cours

Section 1. — Arrêt *Lafonta*

§ 1 Position de la question

32. — Venons-en à la question tranchée par la Cour de Justice dans l'arrêt *Lafonta* : ces conditions et, plus précisément, la condition relative au caractère précis de l'information privilégiée, supposent-elles la possibilité de tirer de l'information une conclusion quant à l'effet possible de l'ensemble de circonstances ou de l'événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ?

§ 2 Antécédents

33. — Les faits ayant donné lieu à cet arrêt sont les suivants.

Entre les mois de décembre 2006 et juin 2007, la société Wendel a conclu avec divers établissements de crédit des contrats dits « *total return swaps* » (ci-après, les « TRS »). Les TRS sont des produits dérivés permettant d'acheter ou de vendre économiquement un actif sans avoir à en acquérir ou à en céder la propriété.

Ces TRS avaient pour actif sous-jacent des actions de Saint-Gobain et conféraient ainsi à la société Wendel une exposition économique à ces actions. Pour constituer leur couverture, ces

---

ments by the European Parliament to the Commission proposal Amendment 2, Sharon Bowles on behalf of the Committee on Economic and Monetary Affairs 4.9.2013, A7-347/2012.

(42) European Parliament legislative resolution of 10 September 2013 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (COM(2011)0651 — C7-0360/2011 — 2011/0295(COD)).

(43) E. Vandendriessche, *op. cit.*, *R.D.C.B.*, 2013, p. 187.

établissements de crédit acquirent un total de 85 millions d'actions de Saint-Gobain. Parallèlement à la conclusion des TRS, la société Wendel obtint de ces établissements de crédit ainsi que d'un autre établissement de crédit des financements d'un montant total proche de celui des TRS.

Le 3 septembre 2007, la société Wendel décida de dénouer progressivement les TRS et de transformer l'exposition économique aux actions Saint-Gobain en détention physique de ces actions. Elle acquit progressivement plus de 66 millions d'actions représentant 17,6 % du capital de Saint-Gobain.

L'AMF considéra que la concomitance entre la signature des TRS et l'obtention par la société Wendel de financements lui permettant, à terme, d'acquérir sur le marché des titres de Saint-Gobain cédés par les établissements de crédit dans le cadre du dénouement des TRS, démontrait que, dès l'origine, la société Wendel avait eu la volonté d'acquérir une participation significative dans le capital de Saint-Gobain et que l'opération financière avait été mise en place dans cet objectif. Elle reprocha à la société Wendel et au président de son directoire, M. Lafonta, d'une part, en violation de l'article 223-6 de son règlement général, de ne pas avoir porté à la connaissance du public, au plus tard à la date à laquelle l'ensemble des TRS avaient été conclus, les principales caractéristiques de l'opération financière préparée par Wendel, et, d'autre part, en violation de l'article 232-2 de son règlement général, de ne pas avoir porté à la connaissance du public l'information privilégiée que constituait la mise en place de cette opération financière(44).

34. — On peut déjà observer à ce stade que :

— l'information dont le caractère privilégié était en cause se rapportait aux actions Wendel, et non aux actions Saint-Gobain ;

— l'AMF ne reprochait pas à Monsieur Lafonta d'avoir fait des opérations sur les actions Wendel mais de ne pas avoir, en sa qualité de dirigeant de cette société, fait procédé à la publication d'une information privilégiée.

(44) Cette affaire illustre également le principe suivant lequel, lorsqu'une opération se réalise en plusieurs étapes, une information peut revêtir un caractère précis à chacune de ces étapes (*supra*, n°s 11 *et sq.*) Ce principe ne fait pas l'objet de la question préjudicielle.

35. — La commission des sanctions de l'AMF considéra que les griefs dirigés contre la société WENDEL et M. LAFONTA étaient établis et prononça à leur encontre une sanction pécuniaire d'un montant, pour chacun, de 1,5 million d'euros(45).

M. LAFONTA forma un recours en annulation contre cette décision devant la cour d'appel de Paris, qui rejeta son recours(46), puis, un pourvoi en cassation contre cet arrêt.

36. — À l'appui de son pourvoi, M. LAFONTA faisait valoir qu'une information n'est précise au sens du règlement général de l'AMF que si elle permet à celui qui la détient d'anticiper dans quel sens le cours du titre concerné variera lorsque cette information sera rendue publique et, qu'en l'espèce, il était impossible d'anticiper quelles pouvaient être les conséquences, à la hausse ou à la baisse, sur le cours du titre de WENDEL, de la divulgation de l'information relative à la prise de participation dans le capital de SAINT-GOBAIN.

L'AMF considérait qu'une telle exigence allait au-delà de la lettre du texte des directives 2003/6 et 2003/124.

La Cour de cassation de France(47) décida de surseoir à statuer et de poser à la Cour de justice une question préjudicielle.

§ 3 Objet de la question préjudicielle

37. — La question préjudicielle était libellée comme suit :

« *Les articles 1er, point 1, de la directive 2003/6 et 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doivent-ils être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions celles dont il est possible de déduire,*

(45) Décision de la Commission des sanctions du 13 décembre 2010 à l'égard de la société WENDEL SA, de M. Jean-Bernard LAFONTA et de la société DEUTSCHES BANK PARIS, Référence : SAN-2011-02, publié le 17 janvier 2011 (www.amf-france.org), *D.*, 2011, p. 855, note A. GAUDEMET, *Rev. Soc.*, 2011, p. 212, note H. LE NABASQUE, *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 257, note Th. BONNEAU, *Banque et Droit*, 2011, n° 136, p. 46, note H. DE VAUPLANE, *Dr. Soc.*, 1011, Comm. 114, note R. MORTIER.

(46) Paris, 31 mai 2012, *Rev. soc.*, 2012, p. 586, note H. LE NABASQUE, *J.C.P.*, E, 2012, n° 1487, p. 39, note P. PAILLER.

(47) Com., 26 novembre 2013, *Dalloz Actualité*, 9 décembre 2013, obs. X. DELPECH, *Bull. Joly Bourse*, janvier 2014, p. 15, note Th. BONNEAU, « L'information n'est-elle précise que s'il est possible de déterminer le sens, à la hausse ou à la baisse, de la variation sur le cours du titre ? », *RD banc. fin.*, janv. 2014, p. 65, note A. GAUDEMET et P. PAILLER, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés importe-t-il ? ».

avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ? »

Cette question préjudicielle ne portait que sur le deuxième élément de la condition relative au caractère précis de l'information privilégiée : l'information doit être suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de l'ensemble de circonstances ou de l'événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

L'hypothèse est donc celle d'une information qui « *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* » (premier élément de la condition relative au caractère précis de l'information) et qui aurait un impact sensible sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés (condition relative au caractère sensible de l'information), sans toutefois qu'il soit possible d'anticiper si le mouvement à la hausse sera plus important que le mouvement à la baisse, les mouvements à la hausse et à la baisse pouvant même se neutraliser.

§ 4 Position de la Cour de Justice

38. — La Cour de Justice considère qu'une information peut être considérée comme une information à caractère précis même s'il n'est pas possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que l'influence potentielle qu'aura sa publication sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé (point 38). Elle craint que, sinon, « *le détenteur d'informations pourrait prétexter l'existence d'une incertitude à cet égard pour s'abstenir de rendre publiques certaines de ces informations et en tirer ainsi profit au détriment des autres intervenants sur le marché* » (point 36).

La Cour se fonde sur « *le sens communément attribué aux termes employés à l'article 1er* » (point 31)(48) et invoque trois arguments pour corroborer cette interprétation :

(48) Voir également en ce sens les conclusions de M. l'avocat général M. Wathelet avant l'arrêt *Lafonta*, point 37 : « *les termes "une conclusion quant*

— l'économie générale de l'article 1er de la directive 2003/124,
— la finalité de la directive 2003/6 et
— les travaux préparatoires de la directive 2003/124.

Aucun de ces arguments ne nous paraît convaincant.

Section 2. — Critiques

§ 1 Le sens commun

39. — L'argument fondé sur le sens commun des termes « *une conclusion quant à l'effet possible sur le cours* » n'est guère convaincant : peut-on vraiment considérer qu'on peut tirer une conclusion quant à l'effet sur le cours si on ne peut pas anticiper s'il sera à la hausse ou à la baisse et si, en définitive, il variera, puisque les mouvements à la hausse et à la baisse peuvent s'annihiler ?

Le « sens commun » permet tout aussi bien de défendre l'interprétation opposée(49) : si on ne peut même pas prédire si elle aura un effet à la hausse ou à la baisse, n'est-ce pas l'indice que l'information est imprécise ?

Avant l'arrêt *Lafonta*, il était généralement admis en droit belge qu'une information n'était pas précise si on ne pouvait pas anticiper le sens de son effet sur le cours(50).

à l'effet possible" ont clairement une portée très large et ne sauraient être interprétés de façon restrictive comme ne visant que des informations qui rendent possible la détermination du sens que pourrait prendre une variation du cours des instruments financiers concernés ».

(49) Th. Bonneau, *op. cit.*, *Bull. Joly Bourse*, janv. 2014, p. 15, n° 11 ; L. Klöhn, « Inside information without an incentive to trade ? What's at stake in 'Lafonta v. AMF' » (25 avril 2014), p. 10. Disponible sur le site SSRN : http://ssrn.com/abstract=2429513 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2429513 : « *Because a (single) effect can only have one (single) direction, the Directive implicitly assumes that information is precise only if the direction of its expected price effect is unambiguously predictable* » ; M. Berlingin, *op. cit.*, in *L'information financière*, Séminaire Vanham & Vanham, 28 mai 2015, p. 33, n° 43.

(50) B. Feron et M. Berlingin, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2013, p. 65, n° 13 ; P. A. Foriers et C. Tubeuf, « La transposition de la directive abus de marché en matière de délit d'initié : arrêtés royaux du 24 août 2005 et du 5 mars 2006 », in *Le nouveau droit des marchés financiers*, Séminaire Vanham & Vanham, 28 septembre 2006, n° 8 ; X. Dieux et D. Willermain, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2007, p. 10.

§ 2 L'économie générale de l'article 1er

40. — La Cour de Justice invoque à l'appui de son interprétation l'économie générale de l'article 1er de la directive 2003/124 et l'articulation des éléments de la définition de la notion d'information privilégiée contenus au § 1 (caractère précis) et au § 2 (caractère sensible) : « *une information donnée est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable en tant que faisant partie des fondements de sa décision d'investissement et, partant, de satisfaire à la condition visée à l'article 1er, paragraphe 2, de ladite directive, quand bien même cette information ne permettrait pas d'anticiper la variation dans un sens déterminé du cours des instruments financiers concernés* » (point 33).

En se fondant sur « *l'économie générale de l'article 1er* », la Cour de Justice nie l'autonomie de ces deux conditions(51), qu'elle admet pourtant par ailleurs (point 28). Autre chose est de constater qu'on ne peut se dispenser de se référer à l'investisseur raisonnable pour déterminer si une information est précise même si, comme on l'a vu, « l'investisseur raisonnable » est un mythe (*supra*, nos 23 et 24).

41. — Certains considèrent que l'autonomie des conditions relatives au caractère précis et au caractère sensible de l'information privilégiée implique que l'information précise est celle qui permet d'anticiper non seulement une variation du cours mais également le sens de cette variation, à défaut de quoi elle se confondrait avec l'analyse de la sensibilité(52). Nous ne partageons pas cette analyse de l'autonomie des deux conditions : on peut les distinguer en considérant la condition relative au caractère sensible de l'information privilégiée comme une règle *de minimis*, destinée à exclure de la définition d'information privilégiée les informations qui auraient un impact insignifiant sur le cours(53). L'existence de cette règle *de minimis* ne suffit pas, en soi, à exclure qu'une incertitude quant au sens de la variation rende l'information

(51) M.-N. Dompé et N. Mennesson, *op. cit.*, *J.C.P.*, E, 2015, n° 219, p. 11.

(52) N. Mennesson, « Information privilégiée : bonne ou mauvaise nouvelle ? », *J.C.P.*, E, 2012, n° 1348, p. 30, nos 6 à 10 et pp. 32 et 33, nos 19 à 28 ; M.-N. Dompe et N. Mennesson, « La CJUE redéfinit l'information privilégiée », *J.C.P.*, E, 2015, *Actualités*, n° 219, p. 9 ; A. Gaudemet et P. Pailler, *op. cit.*, *RD banc. fin.*, janvier 2014, pp. 65 et 66.

(53) En ce sens, conclusions de M. l'avocat général Wathelet sous l'arrêt annoté, point 47 et note de bas de page 33.

précise. L'autonomie des deux conditions n'est pas un élément pertinent pour trancher la question.

§ 3 La finalité de la directive 2003/6

42. — La Cour se fonde également sur la finalité (ou, plutôt, l'une des finalités) de la directive 2003/6 : elle considère que limiter la notion d'information précise aux seules informations qui permettent de déterminer le sens de variation du cours des instruments financiers concernés risquerait de porter atteinte aux objectifs d'assurer l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés (points 35 et 21). Elle passe ainsi sous silence l'objectif d'information correcte du marché (*supra*, n° 28).

Selon la Cour, l'objectif de la réglementation visant à lutter contre les opérations d'initié et, dans ce cadre, de l'obligation imposée à l'émetteur de communiquer de manière « rapide et équitable » les informations au public est d'assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires, de renforcer la confiance des investisseurs (54) et de les protéger (55). « *Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés* » (56).

43. — La confiance des investisseurs repose, notamment, sur le fait qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées (57).

En effet, « *une information privilégiée procure* (...) *à l'initié qui la détient un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui l'ignorent.* (...) *elle permet à cet initié, lorsqu'il agit de manière concordante avec cette information en effectuant une opération de marché, d'escompter en retirer un avantage éco-*

(54) Considérants 12 et 24 de la directive 2003/6.

(55) Considérant 4 de la directive 2003/124.

(56) Considérant 2 de la directive 2003/6.

(57) C.J.U.E., 23 décembre 2009, *Spector*, C-45/08, points 47 et 62 ; 7 juillet 2011, *LMC Securities*, C-445/09, point 27 ; 28 juin 2012, *Geltl c. Daimler*, C-19/11, point 33.

nomique sans pour autant s'exposer aux mêmes risques que les autres intervenants sur le marché. La caractéristique essentielle de l'opération d'initié réside donc dans le fait de tirer indûment avantage d'une information au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance et, par voie de conséquence, de porter atteinte à l'intégrité des marchés financiers ainsi qu'à la confiance des investisseurs »(58).

Le règlement 596/2014 insiste également sur cette idée d'avantage injuste : « *La caractéristique essentielle des opérations d'initiés réside dans l'avantage injuste tiré d'informations privilégiées au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance, ce qui a pour conséquence de nuire à l'intégrité des marchés financiers et à la confiance des investisseurs* » (considérant 23).

À cet égard, l'investisseur qui dispose d'une information dont on ignore si elle peut avoir un impact à la hausse ou à la baisse sur le cours des actions, les effets à la hausse et à la baisse pouvant même se neutraliser, s'expose aux mêmes risques de perte que les autres intervenants sur le marché et ne tire pas indûment avantage de cette information au détriment des tiers qui n'en ont pas connaissance(59). Certes, cet investisseur achète ou vend parce qu'il pense qu'elle aura un effet à la hausse ou à la baisse mais, d'une part, si on interdisait d'effectuer des opérations sur les instruments financiers à tout investisseur qui pense que le cours va monter ou descendre, on supprimerait les marchés financiers, et, d'autre part, la définition de l'information privilégiée repose sur l'anticipation de l'investisseur raisonnable (ou de la moyenne des investisseurs raisonnables), et non de l'investisseur concerné.

§ 4 Incidence de l'existence d'instruments dérivés

44. — Il faut cependant être attentif à l'existence d'instruments dérivés.

Comme l'avait relevé l'avocat général M. Wathelet dans ses conclusions avant l'arrêt annoté, il existe « *des mécanismes financiers qui permettent à un investisseur de retirer un bénéfice en cas*

(58) Arrêt *Spector*, précité, point 52 ; voir également point 48 et arrêt *Geltl c. Daimler*, précité, point 36.

(59) M.-N. Dompé et N. Mennesson, *op. cit.*, *J.C.P.*, 2015, *Actualités*, n° 219, p. 12 ; L. Klöhn, *op. cit.*, pp. 15 et 18.

de variation sensible du cours d'un titre, quel que soit le sens de cette variation, si certaines conditions du marché sont remplies » (point 49).

45. — Ces mécanismes reposent généralement sur l'achat d'options d'achat et de vente des mêmes instruments financiers, avec les mêmes dates d'échéance et les mêmes prix d'exercice.

Ils s'avèrent intéressants lorsque l'ampleur de la variation est telle que le gain réalisé lors de l'exercice de l'une des options couvre le prix d'achat des deux options. Ces options sont des instruments financiers au sens de la directive 2003/6 (art. 1, § 3, 7e tiret) et du règlement 596/2014 (art. 3, § 1, 1)(60).

46. — Si on peut prédire que l'information aura un impact sensible sur le cours des actions (même si on ignore si ce sera à la hausse ou à la baisse), elle aura un effet (dont on peut anticiper le sens) sur le cours des instruments financiers dérivés qui dépendent de leur volatilité(61).

Cela suppose que ces instruments financiers dérivés soient admis sur un marché réglementé.

§ 5 Les « travaux préparatoires »

47. — La Cour de justice se fonde sur les « travaux préparatoires » de la directive 2003/124.

Une référence à la possibilité de tirer une conclusion quant au sens de l'effet de l'information sur le cours des instruments financiers concernés figurait dans la version soumise à consultation publique de l'avis technique CESR/02-089d relatif aux mesures éventuelles d'application de deuxième niveau de la directive Abus de marché(62).

---

(60) Cette disposition renvoie à l'article 4, § 1er, 15, de la directive 2014/65/UE (directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (refonte), *J.O.U.E.* du 12 juin 2014, L 173/349), qui elle-même renvoie à la section C de son annexe I, qui vise les contrats d'option au point 4.

(61) C. Di Noia et M. Gargantini, *op. cit.*, *E.C.F.R.*, 2014, p. 500.

(62) *CESR's Advice on possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02.189b, *Consultation Paper*, juillet 2002, pp. 10 et 11, nos 32 et 33. M. Lafonta avait invoqué en ce sens devant la Cour de Justice un passage de recommandations ultérieures (CESR, *Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive on the market*, CESR/06-562b, juillet 2007 : « *As regards whether a piece of information*

Cette référence a été supprimée de la version finale de cet avis(63), précisément afin d'éviter qu'une telle référence puisse servir d'« alibi » à l'absence de publication(64).

Toutefois, on ne peut pas assimiler le CESR(65) au législateur européen : il s'agissait d'un comité indépendant composé de hauts représentants des autorités publiques nationales compétentes dans le domaine des valeurs mobilières, établi dans le cadre du plan d'action de la Commission pour les services financiers, avec pour mission de conseiller la Commission, notamment sur les projets de mesures d'exécution à élaborer dans le domaine des valeurs mobilières(66). Il fait des recommandations(67) mais, si ses avis sont un élément important pour analyser l'intention du législateur européen, ils ne traduisent pas l'intention du législateur comme des travaux préparatoires(68).

---

is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices, CESR considers this would occur for example in two circumstances. The first would be when the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without, or at very low, financial risk — i.e. the investor would be able to assess with confidence how the information, once publicly known, would affect the price of the relevant financial instrument and related derivative financial instruments. For example, someone knowing that a particular issuer was about to be subject to a takeover bid could be confident that that issuer's share price would rise when the bid became public. The second would be when the piece of information was such that it is likely to be exploited immediately on the market — i.e. that as soon as the information became known, market participants would trade on the basis of it » (n° 1.8). Ce passage, bien que fréquemment cité en ce sens (v. p. ex., X. Dieux et D. Willermain, *op. cit.*, *D.B.F.*, 2007, p. 10, note 44), nous semble peu déterminant car, pour le second exemple, le sens de la variation est indifférent, outre qu'il s'agissait de recommandations de troisième niveau qui n'ont pas d'effet vertical ou horizontal (C. Di Noia et M. Gargantini, *op. cit.*, *E.C.F.R.*, 2014, pp. 487 à 489).

(63) *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02.189/d, *Consultation Paper*, December 2002.

(64) *CESR, Market Abuse Consultation. Feedback Statement*, CESR/02-287b, décembre 2002, p. 7, n° 23 : « *CESR considers that there is some usefulness in retaining the notion of the direction of the impact on prices. But, conversely, CESR concedes that this could provide an alibi for non-disclosure. The advice has therefore been modified to require the information to be specific enough simply to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices* ».

(65) CESR a été remplacé en 2011 par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA — European Securities and Markets Authority).

(66) Décision de la Commission du 6 juin 2001 instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, 2001/527/CE, *J.O.C.E.*, L 191 du 13 juillet 2001, p. 43.

(67) Sur l'effet juridique de ces recommandations, C. Di Noia et M. Gargantini, *op. cit.*, *E.C.F.R.*, 2014, pp. 487 à 489.

(68) L. Klöhn, *op. cit.*, p. 11.

§ 6 Distinction entre la condition relative au caractère précis et la condition relative au caractère sensible de l'information privilégiée

48. — La condition relative au caractère précis et la condition relative au caractère sensible de l'information privilégiée sont deux conditions distinctes :

— l'information précise est celle dont on peut tirer une conclusion quant à l'effet sur le cours, ce qui exclut les informations vagues ;

— l'information sensible est celle susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable comme fondement de ses décisions d'investissement, ce qui exclut les informations qui auraient un impact insignifiant sur le cours(69). La condition relative au caractère sensible de l'information privilégiée est une règle *de minimis*.

On ne peut donc pas déduire de la distinction entre ces deux conditions qu'une incertitude quant au sens de la variation rend l'information précise.

CHAPITRE IV. — Conclusion

49. — En considérant qu'une information peut être précise même si on ne peut pas anticiper qu'une fois publiée elle aura un effet à la hausse ou à la baisse sur le cours des instruments financiers concernés, la Cour de justice interprète à nouveau (*supra*, n° 11) de manière large la condition relative au caractère précis de l'information privilégiée(70), rendant ainsi cette condition de plus en plus nébuleuse.

50. — Cette interprétation large paraît peu compatible avec les finalités de la réglementation sur les abus de marché dès lors que, d'une part, l'émetteur doit assurer l'information correcte du marché et ne peut donc pas l'inonder avec des informations non concluantes ou susciter des attentes trompeuses (*supra*, n° 28) et que, d'autre part, l'investisseur qui dispose d'une information dont on ignore si elle peut avoir un impact à la hausse ou à la baisse,

(69) En ce sens, conclusions de M. l'avocat général M. Wathelet avant l'arrêt annoté, point 47 et note de bas de page 33.

(70) R. Milchior, « Interprétation extensive de la notion d'information privilégiée par le juge européen », *Dalloz Actualité*, 20 mars 2015.

les effets à la hausse et à la baisse pouvant même se neutraliser, s'expose aux mêmes risques de perte que les autres intervenants sur le marché et ne tire pas indûment avantage de cette information au détriment des tiers qui n'en ont pas connaissance (*supra*, n° 40).

51. — Elle ne peut se justifier que dans l'hypothèse dans laquelle on peut anticiper une variation sensible sur le cours des instruments financiers concernés (même si on ne peut en prédire le sens) et que des instruments financiers dérivés admis sur un marché réglementé dépendent de leur volatilité car elle permet alors d'éviter les délits d'initiés sur les instruments financiers dérivés et assure ainsi l'égalité entre les intervenants sur le marché (*supra*, n° 46).

Valérie Simonart

Avocate au barreau de Bruxelles
Professeure à l'Université libre
de Bruxelles