

# Le caractère directionnel de l'information privilégiée non consacré par la Cour de Justice de l'Union européenne

Marine Michineau

► **To cite this version:**

Marine Michineau. Le caractère directionnel de l'information privilégiée non consacré par la Cour de Justice de l'Union européenne. *Revue Internationale des Services Financiers*, Larcier, 2015, pp.56. hal-01463013

**HAL Id: hal-01463013**

**<https://hal-univ-paris10.archives-ouvertes.fr/hal-01463013>**

Submitted on 16 Oct 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## Le caractère directionnel de l'information privilégiée non consacré par la Cour de justice de l'Union européenne

Note sous CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, *M. Lafonta c/ Autorité des Marchés Financiers*<sup>1</sup>

Marine Michineau, Maître de conférences, Université Paris Ouest Nanterre La Défense, membre du CEDCACE

### *Résumé en français*

La Cour de justice de l'Union européenne a été saisie d'une question préjudicielle portant sur l'interprétation des directives européennes de 2003, dites « Abus de marché », en particulier en ce qui concerne la définition du caractère précis d'une information privilégiée. L'une des parties arguait que seule une information permettant de prévoir l'impact positif ou négatif sur le cours de bourse du titre concerné permettrait au détenteur de cette information de savoir s'il doit acheter ou vendre et, par conséquent, lui procurerait un avantage, par comparaison aux autres investisseurs. La question posée à la Haute juridiction européenne tenait alors à savoir si l'anticipation du sens de l'effet possible de l'information sur le cours des instruments financiers concernés participe de la définition de l'information privilégiée. Avec cette décision, la Cour de justice de l'Union européenne vient renforcer la sécurité juridique des participants au marché, par l'affinement de notions essentielles de la définition de l'information privilégiée, à savoir le caractère précis et l'influence sensible de l'information sur les instruments financiers concernés.

### *Résumé en anglais*

The request for a preliminary ruling concerns interpretation of 2003's directives on « Market abuse » as regards the definition of the precise nature of an inside information. One of the parties argued that only information that enables the person in possession of it to predict whether the price of the security concerned is going to increase or decrease allows that person to know whether he should buy or sell and, accordingly, grants him an advantage as compared with all the other actors on the market, who are unaware of that information. It follows that question asked was : in order for information to be regarded as being of a precise nature for the purposes of those provisions, is it needed to be possible to infer from that information, with a sufficient degree of probability, that, once it is made public, its potential effect on the prices of the financial instruments concerned will be in a particular direction ? With this decision, the Court of Justice of the European Union, legal certainty for market participants is enhanced through a closer definition of two of the elements essential to the definition of inside information, namely the precise nature of that information and the significance of its potential effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments.

S'agissant d'une notion « *clé qui revêt une importance fondamentale* »<sup>2</sup>, la clarté de la définition de l'information privilégiée s'impose. Tel est l'enjeu auquel a récemment été confrontée la CJUE, dans une décision rendue le 11 mars 2015. A cette occasion, la Haute juridiction européenne revient sur l'appréciation du caractère « *précis* » qu'une information doit revêtir pour être considérée comme privilégiée.

---

<sup>1</sup> Voy. égal. A. Gaudemet, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés n'importe pas », Bull. Joly bourse, mai 2015, p. 209 ; S. Torck, « Information privilégiée : la mort de l'investisseur raisonnable ? », Bull. Joly, juin 2015, p. 282.

<sup>2</sup> Concl. avocat général, 18 déc. 2014, aff. C-628/13, consid. 23.

Un émetteur dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé est astreint à deux types d'information. Tout d'abord, au titre d'une information périodique, il publie et dépose auprès de l'AMF divers documents d'information (rapport financier annuel et rapport financier semestriel). Toutefois, les écarts temporels de l'information périodique (à nouveau délivrée sur une base semestrielle, depuis la suppression<sup>3</sup> de l'information trimestrielle obligatoire<sup>4</sup>) impliquent la coexistence d'un second type d'information, celle permanente. Au titre de cette information permanente, il est fait obligation aux émetteurs de « *porter à la connaissance du public toute information privilégiée* »<sup>5</sup>.

Pour être privilégiée, l'information doit répondre à quatre éléments constitutifs<sup>6</sup>, tels que précisés par la directive « Abus de marché » (et réitérés depuis par le Règlement du 16 avril 2014<sup>7</sup>). Le premier élément tient au caractère précis de l'information, celui-là même qui fait l'objet de la décision commentée. Deuxièmement, il doit s'agir d'une information qui n'a pas été rendue publique. Il doit exister, troisièmement, une relation directe ou indirecte entre l'information et un ou plusieurs instruments financiers ou leurs émetteurs. Enfin, la quatrième condition requiert qu'il s'agisse d'une information qui serait susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments dérivés qui leur sont liés.

A l'origine de la question préjudicielle posée à la CJUE, l'acquisition d'une part significative du capital de la société Saint-Gobain par la société Wendel, au moyen de TRS (*Total Return Swaps*), conclus avec quatre établissements de crédit, entre décembre 2006 et juin 2007. A titre de couverture, ces banques ont concomitamment acquis un total de 85 millions de titres Saint-Gobain. Parallèlement à la conclusion des TRS, la société Wendel a obtenu un concours financier d'un montant total similaire à celui des *swaps*.

Le dénouement progressif de ces titres, suivi d'acquisitions complémentaires, a conduit la société Wendel à déclarer à l'AMF les franchissements de seuils de 5%, 10%, 15% et 20% du capital de la Saint-Gobain entre le 26 septembre 2007 et 26 mars 2008.

Par décision du 13 décembre 2010<sup>8</sup>, la Commission des sanctions de l'AMF a considéré que, sur le fondement des articles 223-2 et 223-6 de son règlement général, la société Wendel et M.

---

<sup>3</sup> En effet, l'article 9 de la L. n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière qui transpose la directive 2013/50/UE du 22 octobre 2013 modifiant notamment la directive 2004/109/CE dite directive « Transparence » a abrogé l'obligation qui était prévue à l'article L. 451-1-2, VI du code monétaire et financier pour les sociétés cotées de publier une information financière trimestrielle. Cette suppression répond à deux motivations. Premièrement, la volonté d'alléger les obligations de communication des petits et moyens émetteurs pour qui cette publication pouvait constituer une charge importante sans pour autant être nécessaire à la protection des investisseurs. Deuxièmement, cette suppression répond au constat selon lequel cette obligation était susceptible de favoriser un horizon de court terme et ainsi décourager l'investissement à long terme. Voy. Recommandation AMF, « L'information financière trimestrielle ou intermédiaire », n° 2015-03, févr. 2015.

<sup>4</sup> L'information financière trimestrielle avait pour objet de présenter les opérations et événements importants, notamment leur incidence sur la situation de l'émetteur (anc. art. L. 451-1-2 Code monétaire et financier).

<sup>5</sup> Cette obligation figure désormais à l'article 17 du nouveau Règlement « abus de marché » n° 596/2014/UE.

<sup>6</sup> CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, *M. Lafonta c/ Autorité des Marchés Financiers*, voy. consid. n°24.

<sup>7</sup> Régl. n° 596/2014 du 16 avr. 2014 du Parlement européen et du Conseil, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE (date d'entrée en application au 3 juill. 2017).

<sup>8</sup> AMF, Comm. sanct., 13 déc. 2010, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Wendel SA, de M. LAFONTA et de la Sté Deutsche Bank Paris. V. H. LE NABASQUE, « *Total Return Swap* : l'obsession du

Lafonta, président du directoire à l'époque des faits, avaient manqué à l'obligation de communiquer au public une information privilégiée. L'AMF distingue deux événements : premièrement, la mise en place de l'opération (exprimant la volonté d'une prise de participation significative dans le capital de Saint-Gobain<sup>9</sup>) et, deuxièmement, le dénouement des TRS (qui marque la transformation de l'exposition économique à Saint-Gobain<sup>10</sup> vers une détention physique de titres de cette société<sup>11</sup>). C'est au premier de ces événements que l'AMF rattache l'obligation de diffuser l'information privilégiée. En particulier, la concomitance entre la mise en place des TRS et l'obtention d'un financement destiné à permettre l'acquisition des actions sous-jacentes<sup>12</sup> témoigne le dessein de la société Wendel, manifesté dès 2006, d'acquérir une part significative du capital de Saint-Gobain. L'AMF a dès lors considéré qu'en s'abstenant de porter à la connaissance du public l'information liée à cette opération, la société Wendel et M. Lafonta avaient méconnu les obligations en matière de publication d'une information privilégiée<sup>13</sup> et leur infligea, respectivement, une amende de 1,5 million d'euros. La Cour d'appel de Paris<sup>14</sup> ayant rejeté le recours en annulation formé par M. Lafonta, celui-ci s'est ensuite pourvu en cassation.

Dans son pourvoi, M. Lafonta expose que l'information n'est « précise » que s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à la hausse ou à la baisse probable du cours des titres concernés. L'argument tiré de la nature directionnelle de l'information ne laisse pas indifférent. **Instinctivement, nous serions tentés de penser qu'un investisseur ne détient une information privilégiée (lui conférant un avantage<sup>15</sup> sur ses pairs<sup>16</sup>) que s'il est en mesure d'anticiper la portée sur le cours du titre concerné, haussière ou baissière, entraînée par la**

---

numérateur », *Rev. soc.* 2011, p. 212 ; A. GAUDEMET, « Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », 2011, *Dalloz*, p. 855.

<sup>9</sup> *Per se*, les TRS n'avaient pas vocation à donner accès au capital social. Le contrat portait sur « des obligations réciproques exclusivement monétaires ». Les TRS étaient destinés à se dénouer en numéraire, soit en cas de plus-value (alors acquise à la société Wendel), soit en cas de moins-value (alors versée aux banques par la société Wendel). Cette plus ou moins-value était déterminée par la différence entre le « prix de référence » (égal à la valeur des titres lors de la constitution des TRS) et le « prix de dénouement » (correspondant à la valeur du titre à la date du dénouement). Mais en l'espèce, pour assurer leur couverture, les banques ont acquis un nombre d'actions équivalant à la valeur des TRS (soit 85 millions d'actions Saint-Gobain). Lors du dénouement des TRS, les banques ont cédé sur le marché plus de 63 millions d'actions. En parallèle, la société Wendel décida, le 3 septembre 2007, de monter au capital de Saint-Gobain, par l'acquisition sur le marché, grâce aux ouvertures de crédit préalablement mise en place, plus de 66 millions d'actions Saint-Gobain (représentatives de 17,6% du capital de cette dernière). Pour une présentation détaillée de l'opération mise en place, voy. H. Le Nabasque, « Wendel/Saint-Gobain : confirmation par la Cour d'appel de Paris de la décision de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010 », *Rev. soc.* 2012, p. 586.

<sup>10</sup> On relèvera par ailleurs que les TRS mis en place avaient pour objet de permettre à Wendel une exposition économique au titre Saint-Gobain, par l'octroi « d'obligations réciproques exclusivement monétaires ». Pendant la durée du contrat, Wendel s'acquittait envers les banques d'une rémunération et percevait de ces établissements les dividendes attachés au titre Saint-Gobain.

<sup>11</sup> L'AMF présente les TRS, dans sa décision, comme ceux permettant « d'acheter ou de vendre économiquement un actif dans avoir à en acquérir ou à en céder la propriété ». V. AMF, 13 déc. 2010, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Wendel SA, de M. LAFONTA et de la Sté Deutsche Bank Paris.

<sup>12</sup> Voy. AMF, Comm. sanct. AMF, décision précit. : « pour un montant de même ordre de grandeur que les TRS ».

<sup>13</sup> L'AMF reproche à la société Wendel et M. Lafonta de s'être abstenu de ne pas avoir porté à la connaissance du public les principales caractéristiques de l'opération financière « au plus tard le 21 juin 2007, date à laquelle l'ensemble des TRS avaient été conclus avec les établissements bancaires ».

<sup>14</sup> CA Paris, 31 mai 2012, n° 2011/05307, *Rev. sociétés* 2012, p. 586, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 404, note J.-J. Daigre ; *RD banc. fin.* 2013, p. 94, note M.-N. Dompé et N. Mennesson ; *Banque et Droit*, n° 144, juill.-août 2012, p. 22, obs. H. De Vauplane, J.-J. Daigre, B. De Saint-Mars et J.-P. Bornet.

<sup>15</sup> A titre de comparaison, l'initié ne pourra être poursuivi que si l'opération lui a été profitable. L'acheteur initié tire avantage de l'information s'il achète avant la hausse du prix. Le vendeur initié exploite une telle information s'il vend avant la chute du titre.

<sup>16</sup> De prime abord, une rupture d'égalité entre investisseurs ne semble pouvoir être consommée que si le détenteur de l'information est capable d'anticiper la réaction du marché, haussière ou baissière. C'est, non pas en pariant à la hausse ou à la baisse, mais fort de l'assurance d'un gain futur que l'investisseur initié intervient alors sur le titre concerné.

**diffusion de cette information**<sup>17</sup>. Notamment, à titre d'illustration, il est possible d'anticiper avec assurance que l'annonce d'une offre publique aura une incidence positive sur le cours de bourse. A l'opposé, l'annonce de résultats en replis entraînera inévitablement un effet baissier sur le cours du titre<sup>18</sup>. Toutefois, à ce premier sentiment, à cette première perception de la problématique, s'oppose l'esprit des textes sollicités, destinés à assurer la protection et par là même l'égalité de traitement des investisseurs (II).

Face à cette controverse et au regard de la définition de l'information privilégiée, puisant sa source dans deux directives européennes (la directive « Abus de marché »<sup>19</sup> et la directive 2003/124/CE<sup>20</sup>, portant modalités d'application de cette première), la Cour de cassation jugea utile de surseoir à statuer<sup>21</sup> et saisir la CJUE, par voie préjudicielle, de la question suivante : les textes en cause « *doivent-ils être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis [...] 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* » ? La juridiction européenne répond par la négative et s'abstient par là même d'ajouter à la définition de l'information privilégiée une condition non prévue par les textes (I).

### **I-Rejet du caractère directionnel de l'information, fondé sur une approche exégétique**

Dans son pourvoi devant la Cour de cassation, le demandeur tient une approche finaliste (A). Il expose qu'il était impossible d'anticiper quelles pouvaient être les conséquences, à la hausse ou à la baisse, sur le cours du titre Wendel, de la divulgation de l'information relative à la prise de participation dans le capital de Saint-Gobain. Cette analyse est écartée par la Cour de justice de l'Union européenne, à la faveur d'une interprétation exégétique, fondée sur le caractère précis requis de l'information privilégiée (B).

### **A-Exclusion des arguments tirés d'une approche téléologique de l'information privilégiée**

L'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124 est ainsi invoqué au soutien d'approche finaliste exposée par M. Lafonta et ses conseils. Cet article prévoit qu'une information est « *réputée à caractère précis [...] 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* ».

L'enjeu tenait alors à déterminer si l'anticipation probable des effets sur le cours de bourse à la hausse ou à la baisse constitue une condition de la notion d'information privilégiée ou participe d'un ensemble d'éléments, d'un faisceau d'indices, permettant d'emporter une telle qualification.

---

<sup>17</sup> A. Gaudemet, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés importe-t-il ? », *RDBF*, janv. 2014, comm. 31 ; S. Torck, « *Information privilégiée : la mort de l'investisseur raisonnable ?* », *Bull. Joly*, juin 2015, p. 282 ; A. Gaudemet, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers n'importe pas », *Bull. Joly bourse*, mai 2015, p. 209.

<sup>18</sup> Précisons toutefois, qu'en certaines circonstances, l'annonce d'un résultat insatisfaisant sera sans effet sur les épargnants si la situation de l'émetteur est tellement dégradée aux yeux du marché que le cours est déjà en décadence, au moment de leur publication.

<sup>19</sup> Art. 1<sup>er</sup>, point 1, de la dir. 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janv. 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (« Abus de marché »).

<sup>20</sup> Art. 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, dir. 2003/124/CE de la Commission, du 22 déc. 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.

<sup>21</sup> Com. 26 nov. 2013, n° 12-21361, *RDBF*, janv. 2014, comm. 31, A. Gaudemet ; *Rev. sc. crim.* 2014, p. 103, note F. Stasiak ; *Bull. Joly Bourse*, 31 janv. 2014 n° 1, p. 15, note Th. Bonneau ; *Banque et droit* 2014, n° 153, p. 26 ; *Gaz. Pal.* 12 déc. 2013, n° 346, p. 23

M. Lafonta défendait alors qu'une inégalité entre investisseurs ne survient que si le détenteur de l'information est en mesure d'anticiper l'évolution du cours du titre (à la hausse ou à la baisse), lors de la publication de l'information considérée. A défaut, le détenteur de l'information intervient sur le marché et court le risque associé, à l'instar de chaque investisseur. La Cour européenne balaie cet argument et cimente ainsi le « *consensus général* »<sup>22</sup> adopté par la Commission et les Etats membres ayant déposé des observations écrites en réponse à cette problématique.

Par ailleurs, le demandeur tirait argument d'une position<sup>23</sup> du CESR (*Committee of European Securities Regulators*) laquelle renvoyait au caractère directionnel de l'information, permettant à l'initié de ne pas être exposé au même risque que les autres investisseurs. De nouveau, le demandeur tient une approche finaliste, fondée sur l'aléa encouru par chaque investisseur. Faute d'être en mesure d'apprécier l'incidence positive ou négative sur le cours qu'impliquerait la diffusion de l'information considérée, l'intervenant ne devrait pas être sanctionné, dès lors qu'il supporte le même risque que ses pairs. A cette démonstration, l'avocat général opposait que la démarche poursuivie par le CESR était « *de fournir des exemples d'informations qui pourraient constituer éventuellement une information privilégiée* »<sup>24</sup>. Outre l'absence de valeur juridique contraignante de cette position, il apparaît que la nature directionnelle de l'information constitue, même dans l'esprit du CESR, un exemple d'information privilégiée et non une exigence propre à caractériser la nature « *précise* » de l'information. La CJUE ne donne aucun écho à cet argument soulevé par le demandeur<sup>25</sup>. Au contraire, la CJUE rappelle que les travaux préparatoires de la directive 2003/124 ont été l'occasion d'envisager une référence au caractère directionnel sur le cours des titres concernés des effets de la publication d'une information privilégiée. Or, il ressort justement des travaux préparatoires que cette mention « *a été supprimée ultérieurement, précisément afin d'éviter qu'une telle référence puisse servir de prétexte à l'absence de publication d'informations* »<sup>26</sup>.

## **B-L'interprétation exégétique adoptée par la juridiction européenne**

L'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124 clarifie le caractère « *précis* » que doit revêtir une information privilégiée. La condition tenant au caractère précis de l'information (il s'agit pour mémoire de la première condition de l'information privilégiée) est soumise à deux sous-conditions : « *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* [première sous-condition], *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* [seconde sous-condition] ». Cette dernière, faisant seule l'objet du débat porté devant la CJUE, est affectée d'une large portée : « *pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible* ». Cette formulation générale ne saurait par conséquent être assimilée et donc circonscrite à une anticipation à la hausse ou à la baisse de la fluctuation du titre.

A la faveur d'une interprétation littérale, la juridiction européenne conclut qu'« *il ne ressort pas du libellé de ladite disposition que les informations « à caractère précis » ne viseraient que celles qui rendent possible la*

---

<sup>22</sup> Voy. Concl. avocat général, précit. consid. n° 32.

<sup>23</sup> CESR/06-562b, *Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, July 2007, § 1.8 : « *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* ».

<sup>24</sup> Concl. avocat général, 18 déc. 2014, aff. n° C-628-13, consid. n° 41.

<sup>25</sup> Il faut en conclure qu'elle partage sur ce point les conclusions de l'avocat général.

<sup>26</sup> CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, *M. Lafonta c/ Autorité des Marchés Financiers*, voy. consid. 37.

détermination du sens que pourrait prendre une variation du cours des instruments financiers concernés »<sup>27</sup>. Les conclusions de l'avocat général invitaient à cet épilogue<sup>28</sup>. Ainsi, selon la CJUE, l'anticipation de la hausse ou de la baisse ne constitue donc pas une condition visant à caractériser la précision de l'information. **Si, manifestement, une information de nature directionnelle constitue une information à caractère précis, il est toutefois exclu que l'absence de ce caractère fasse obstacle à la qualification d'information privilégiée.** En définitive, l'anticipation probable des effets sur le cours de bourse à la hausse ou à la baisse relève d'un faisceau d'indices et ne constitue nullement une exigence de nature à conditionner la qualification d'information privilégiée.

La Cour de cassation, dans une décision du 27 mai 2015<sup>29</sup> faisant suite à la décision commentée, confirme les conclusions arrêtées par la juridiction européenne. La Haute juridiction française énonce que les dispositions visées par le pourvoi « *n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis [...], 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* ». La Cour de cassation, suivant ainsi la CJUE, se refuse à ajouter à la définition de l'information privilégiée, une exigence (spécifiquement la nature directionnelle de l'information) non formulée par les dispositions considérées. Si le sens de l'oscillation du cours demeure pertinent pour mesurer l'avantage indu qui fonde l'opération d'initié<sup>30</sup>, son anticipation ne conditionne nullement l'obligation permanente de diffusion<sup>31</sup>.

## **II-Rejet du caractère directionnel de l'information, fondé sur l'économie générale de la réglementation « Abus de marché »**

Le troisième considérant de la directive 2003/124<sup>32</sup> expose que « *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* ». Deux enjeux, l'un dépendant de l'autre, sont ainsi mis en exergue. Il s'agit, premièrement, de l'impératif de sécurité des investisseurs. L'intégrité du marché et la confiance des investisseurs envers ce marché sont en effet directement liées à l'égalité des participants devant l'information et par là même à la protection contre l'utilisation illicite d'information privilégiée. C'est notamment au regard de ce double objectif que la CJUE fonde sa position, destinée à ne pas restreindre excessivement le champ de l'obligation de communication de l'information privilégiée (B). Ce premier enjeu se trouve conditionné par un second : la clarté de la définition de l'information privilégiée, en particulier des caractères « *précis* » et « *sensible* » de celle-ci. Or, la décision commentée est l'occasion, dans cette perspective, d'affiner le sens à donner à ces deux conditions, étroitement liées (A).

---

<sup>27</sup> CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, *M. Lafonta c/ Autorité des Marchés Financiers*, voy. consid. n°30.

<sup>28</sup> Concl. avocat général, 18 déc. 2014, aff. n° C-628-13, consid. n° 35 et 41.

<sup>29</sup> Cass. com. 27 mai 2015, n° 12-21.361.

<sup>30</sup> CJUE, 23 déc. 2009, C-45/08, *Spector Photo group et Van Raemdonck*, D. 2010, p. 85, obs. A. Lienhard ; *Rev. sociétés* 2010, p. 325, note P.-H. Conac ; *RSC* 2010, p. 156, obs. F. Stasiak ; *RTD com.* 2010, p. 395, obs. N. Rontchevsky ; *Bull. Joly* 2010, p. 346, note D. Schmidt ; *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 92, note S. Torck ; *Banque & Droit* janv.-févr. 2010, p. 27, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *RD banc. fin.* 2010, n° 80, obs. Th. Bonneau ; *Dr. sociétés* 2010, n° 96, obs. R. Mortier.

<sup>31</sup> Voy. O. Diaz, F. Peltier, « Information privilégiée, les risques d'une transparence dogmatique », *JCP éd. G*, 20 avril 2015, p. 804.

<sup>32</sup> Dir. 2003/124/CE de la Commission, du 22 déc. 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.

## A-Franchissement de l'obstacle tenant à une approche circonscrite au seul caractère précis de l'information privilégiée

La juridiction européenne fait remarquer que la question posée par la Cour de cassation vise uniquement la première condition de la notion d'information privilégiée<sup>33</sup> : il s'agit d'obtenir des clarifications sur le caractère « précis » que doit revêtir l'information pour être privilégiée. Spécifiquement, la question porte sur la seconde sous-condition attachée à cette précision (à savoir, une information « 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 »). La quatrième condition de l'information privilégiée tient, quant à elle, à « l'influence sensible » sur les instruments financiers concernés de cette information, si elle était rendue publique (défini par la directive comme « une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissements »).

Ainsi qu'exprimé par le Prof. A. Gaudemet<sup>34</sup>, « la difficulté est que la seconde condition du caractère « précis » de l'information privilégiée ressemble à la définition du caractère « sensible » de l'information privilégiée donnée par la même directive »<sup>35</sup>. En effet, l'on peut se demander si la position du demandeur, destinée à ériger la nature directionnelle de l'information en condition de l'obligation de diffusion, ne viserait pas, conjointement, les premier et quatrième éléments caractéristiques de l'information privilégiée<sup>36</sup>, voire exclusivement ce dernier<sup>37</sup>. Or, il s'agit là de deux conditions distinctes<sup>38</sup>, répondant à des exigences diverses. La CJUE<sup>39</sup> s'est ainsi déjà prononcée en faveur du caractère autonome de chacun de ces éléments constitutifs.

Selon la thèse défendue par le demandeur, destinée à donner une cohérence à ces deux exigences cumulatives, seule une information de nature directionnelle permettrait de distinguer les conditions n° 1 (le caractère « précis » de l'information) et n° 4 (l'influence « sensible » de l'information si elle était rendue publique). Les notions d'« effet possible » (seconde sous-condition du caractère précis) et « d'effet sensible » (quatrième condition) renverraient, respectivement, à un critère qualitatif et quantitatif. Le critère qualitatif de « l'effet possible » résiderait dans la nature directionnelle de l'information. L'élément d'ordre quantitatif de « l'effet sensible » tiendrait, lui, à l'ampleur de la variation du cours.

---

<sup>33</sup> Voy. CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, *M. Lafonta c/ Autorité des Marchés Financiers*, voy. consid. n° 29 : « 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 ».

<sup>34</sup> A. Gaudemet, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés importe-t-il ? », *RDBF*, janv. 2014, comm. 31 ; A. Gaudemet, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers n'importe pas », *Bull. Joly bourse*, mai 2015, p. 209. Voy. égal. J. Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Dalloz, 2012, n° 801, p. 465 ; D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, *Les abus de marché, manquements administratifs et infractions pénales*, LexisNexis, 2013, n° 73, p. 55.

<sup>35</sup> Dans le même sens, voy. « CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive », CERS/02-089d, december 2002 : « CESR also acknowledges the fact that both conditions – precise and likely to have a significant effect on the price of the financial instrument – are very much linked to each other and that the characteristics of each condition may play an intensifying role on the occurrence of the other ».

<sup>36</sup> L'avocat général observait en ce sens que « la question préjudicielle posée par la juridiction de renvoi ne fait pas référence à l'« influence sensible » d'une information sur les cours des instruments financiers concernés. Ce n'est donc que par souci d'exhaustivité que je vais à présent aborder très brièvement cette condition ». Voy. *Concl. avocat général*, précit., consid. n° 45.

<sup>37</sup> Voy. S. Torck, « Information privilégiée : la mort de l'investisseur raisonnable ? », *Bull. Joly*, juin 2015, p. 282 : « aussi comprend-on que, de notre avis, la question posée par M. Lafonta et ses conseils n'était nullement dépourvue de fondement même s'il nous apparaît qu'elle concernait le critère de sensibilité plutôt que le critère de précision ».

<sup>38</sup> Voy. not. S. Torck, *op. cit.*

<sup>39</sup> CJUE, 28 juin 2012, n° C-19/11, *M. Gellit c/ Daimler AG* : « Les critères précisés à ces deux paragraphes [aux paragraphes 1 et 2 de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124, à savoir le caractère précis d'une information et la capacité de celle-ci d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés] constituent des conditions minimales dont chacune doit être atteinte pour qu'une information puisse être qualifiée de « privilégiée » au sens de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 ».



Cette analyse, écartée par la CJUE, invite à se demander quelle aurait été l'approche de la CJUE si elle avait été saisie d'une question portant non seulement sur la première mais également sur la quatrième condition précitée. Il semble que la solution apportée serait maintenue. En effet, la CJUE ne s'arrête pas à la délimitation du sujet tel que formulé par la Cour de cassation. La juridiction européenne s'attache à distinguer et expliciter ce qu'il convient d'attacher à chacune de ces conditions. Selon la CJUE, pour apprécier le caractère précis de l'information « *il suffit* »<sup>40</sup> que l'information soit suffisamment concrète ou spécifique, ce qui exclut par conséquent les informations vagues ou générales (telles des rumeurs, non fondées sur un fait constitutif). La notion « *d'effet possible* » renverrait alors à la potentialité de la réaction du marché par suite de l'annonce de l'information<sup>41</sup>. Il s'agit alors d'établir que l'information, si elle était connue, serait susceptible d'entraîner une variation de cours. La question n'est dès lors pas tant de savoir si l'information en cause se révélera véridique mais si elle est suffisamment précise pour que son influence sur le cours soit susceptible d'être anticipée<sup>42</sup>. En revanche, la notion d'influence sensible renverrait, quant à elle, à l'ampleur de la variation du cours de bourse, provoquée par la diffusion de l'information. Cette dernière condition vise alors à exclure ou filtrer les informations, toutefois de nature précise<sup>43</sup>, mais dépourvue d'impact sensible sur le cours et qui, par conséquent, ne porterait pas atteinte à l'intégrité du marché<sup>44</sup>. Deux conditions donc, renvoyant à deux exigences distinctes.

Semble donc vouée à l'échec toute argumentation fondée sur le champ restreint de la position de la CJUE, laquelle franchit l'écueil d'une approche circonscrite à la seule condition tenant au caractère précis de l'information. Pour ce faire, c'est vers « *l'économie générale* » de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124 que la juridiction européenne se tourne pour statuer.

### **B-L'intégrité du marché et la confiance des investisseurs, vecteurs du rejet de la condition tenant à la nature directionnelle de l'information**

Outre l'argument terminologique précédemment exposé -tiré du silence de la réglementation « Abus de marché » quant à la nature directionnelle de l'information détenue- la CJUE recourt à l'économie générale des textes sollicités. La Haute juridiction européenne expose ainsi : « *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 1<sup>er</sup>, 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* »<sup>45</sup>.

Pour la Cour de justice de l'Union européenne<sup>46</sup>, **restreindre le champ d'application des textes visés aux seules informations qui permettent de déterminer le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés risquerait de porter atteinte au double objectif d'intégrité des marchés financiers et de renforcement de la confiance des**

---

<sup>40</sup> CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, *M. Lafonta c/ Autorité des Marchés Financiers*, voy. consid. n° 31.

<sup>41</sup> Voy. AMF, Comm. sanctions, 21 sept. 2009, « *qu'en l'espèce, il existait une information précise dès le 17 janvier 2005, ; qu'en effet, même s'il n'y avait aucune certitude de trouver un accord à cette date, le rachat de la participation des AGF dans le titre Gecina par Metronacesa était « susceptible de se produire » au sens des dispositions de l'article 621-1, alinéa 2 du RG AMF et il était possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet événement sur le cours du titre Gecina ; [...] que l'information relative aux chances raisonnables de rachat de la participation des AGF dans le capital de Gecina était susceptible d'influencer de façon sensible le cours de l'action Gecina* ».

<sup>42</sup> D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, *op. cit.*, n° 73, p. 55.

<sup>43</sup> Il apparaît ainsi qu'une information précise n'aura pas nécessairement un effet sensible sur le cours de bourse.

<sup>44</sup> Voy. Concl. avocat général, précit., consid. n° 47.

<sup>45</sup> Voy. CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, précit., consid. n° 34.

<sup>46</sup> Voy. CJUE, 11 mars 2015, n° C-628/13, précit., consid. n° 35.

**investisseurs envers ces marchés.** Leur confiance est en effet directement liée à l'égalité devant l'information et à la protection contre l'utilisation illicite d'information privilégiée. Défendant ces deux objectifs, la directive 2003/6 expose ainsi qu' « *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* »<sup>47</sup>.

C'est donc tant juridiquement qu'opportunément que la solution de la Cour européenne trouve à se justifier. A la lumière de la définition de l'information privilégiée, perpétuée par le Règlement du 16 avril 2014 sur les abus de marché<sup>48</sup>, la position adoptée par la CJUE s'imposait. La complexité des marchés financiers rend aujourd'hui bien souvent impossible l'anticipation des effets à la hausse ou à la baisse d'une opération envisagée. C'est d'ailleurs un motif complémentaire sur lequel la CJUE fonde sa décision. « *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 la variation du cours des instruments financiers concernés, il en résulterait que le détenteur d'informations pourrait prétendre 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* ». Conclure ainsi reviendrait à dénaturer l'esprit de la réglementation, au contraire caractérisée par la prise en compte d'une certaine contingence. En effet, selon l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124, une information est précise (seconde sous-condition), sous réserve que l'on puisse en tirer « *une conclusion* » quant à « *l'effet possible* » d'un événement ou d'une circonstance passé ou futur, sur le cours des instruments financiers concernés.

Or, l'aléa n'est-il pas le fondement même de toute intervention sur les marchés financiers ? Eriger en condition de l'information privilégiée l'anticipation, avec un certain degré de probabilité, du sens de la variation du cours de bourse, reviendrait à réduire excessivement, voire à néant pour les opérations les plus complexes, le champ de l'information privilégiée lorsque l'information concerne une opération d'un émetteur sur ses propres titres.

Par ailleurs, si la solution de la juridiction européenne, récemment confirmée par la Cour de cassation<sup>49</sup>, doit être saluée au regard de la définition actuelle de l'information privilégiée, on peut toutefois s'interroger, voire déplorer, le champ de cette définition. Il peut en effet paraître regrettable que la définition de l'information privilégiée soit commune<sup>50</sup> à la fois à l'obligation de communiquer (au titre de l'information permanente) et à la fois à l'obligation de s'abstenir d'accomplir une opération d'initié. Si la gravité de l'usage d'une information d'initié implique une large définition, de manière à éviter tout contournement malicieux, une telle souplesse est-elle véritablement adaptée à l'obligation de communiquer, dans le cadre de laquelle aucun avantage n'est tiré par le détenteur de l'information privilégiée ? Une réflexion globale sur la définition de l'information privilégiée serait certainement l'une des leçons à tirer de cette décision phare, rendue par la plus haute juridiction de l'Union européenne.

---

<sup>47</sup> Voy. consid. n° 24, dir. 2003/6/CE du 28 janv. 2003, « Abus de marché ».

<sup>48</sup> Régl. n° 596/2014 du 16 avr. 2014 du Parlement européen et du Conseil, sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE (date d'entrée en application au 3 juill. 2017).

<sup>49</sup> Cass. com. 27 mai 2015, n° 12-21.361.

<sup>50</sup> Voy. O. Diaz, F. Peltier, *op. cit.*, p. 804, selon lesquels : « *la CJUE vient de rendre un arrêt qui met fin à toutes les spéculations sur la possibilité d'une définition différente de l'information privilégiée selon qu'il s'agisse d'appliquer l'obligation de publication ou l'obligation d'abstention* ».

**Mots clefs** : abus de marché, cour de justice de l'union européenne (CJUE), information privilégiée, influence potentielle sur le cours, influence sensible de l'information, sens de variation du cours, information précise