

Commentaire de l'arrêt de la CJUE du 11 mars 2015 dans l'affaire C-628/13 (*Jean-Bernard Lafonta c/ AMF*) : vers une information privilégiée sans « privilège » ?¹

Léon del Forno

Quentin de Margerie

Avocats collaborateurs

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP²

1. Issus de la transposition des directives dites « *abus de marché* »³ et détaillés à l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), les quatre critères de l'information privilégiée sont aujourd'hui bien connus : non-publicité, précision, lien direct ou indirect avec des instruments financiers et aptitude à influencer le cours de ces derniers de façon sensible si elle était rendue publique.

2. Pour classiques qu'ils soient, ces critères laissent subsister une interrogation éminemment pratique, à laquelle ne répond pas la proposition de règlement de septembre 2013⁴, et dont l'on peut s'étonner qu'elle n'ait pas soulevé de difficultés plus tôt : afin de recevoir la qualification d'information privilégiée, une information doit-elle nécessairement permettre à son détenteur de prévoir le sens – à la hausse ou à la baisse – dans lequel sa révélation influera sur le cours de l'instrument financier en cause ?

3. Au terme d'une controverse de plus de cinq années, c'est par la négative que la Cour de justice de l'Union européenne

1 Les avis exprimés dans le présent article sont ceux des auteurs uniquement et ne reflètent pas nécessairement ceux du cabinet Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP.

2 À la date du présent article, la décision commentée a, à notre connaissance, fait l'objet des notes suivantes : D. Berlin, « Précisions sur le caractère précis que doit revêtir l'information privilégiée », *JCP G 2015*, n° 12, 340 ; M.-N. Dompé et N. Mennesson, « La CJUE redéfinit l'information privilégiée », note sous CJUE 2^e ch., 11 mars 2015, aff.- C-628/13, L. c/ AMF, *JCP E 2015*, n° 12, act. 219 ; A. Gaudemet, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés n'importe pas », *Bull. Joly Sociétés*, 1 mai 2015, n° 5 ; O. Diaz, F. Peltier, « Information privilégiée : les risques d'une transparence dogmatique », *Club des Juristes* ; « Délit d'initié et obligation de divulgation », mise à jour par *La Revue Lamy Droit des affaires* n° 103, Avril 2015 ; P.P., « La Cour de justice de l'Union européenne se prononce sur le caractère précis de l'information privilégiée », *Droit et Patrimoine l'Hebdo*, 2015 ; « Délit d'initié et obligation de divulgation », *Lamy Droit des Affaires*, avril 2015, n° 103 ; F. Mekoui, « Cour de Justice de l'Union européenne – Question préjudicielle – Information privilégiée – Influence potentielle dans un sens déterminé sur le cours des instruments financiers, Note sous Cour de justice de l'Union européenne, seconde Chambre, 11 mars 2015, *Jean-Bernard Lafonta c/ AMF*, affaire C-628/13 », *Banque et Droit*, mars-avril 2015, n° 160, p. 41 ; S. Cazet, « Obligation d'information », *Europe* n° 5, Mai 2015, comm. 186 ; S. Torck, « Information privilégiée : la mort de l'investisseur raisonnable ? », *Bulletin Joly Sociétés*, 01 juin 2015, n° 6, p. 282 ; R. Milchior, « Interprétation extensive de la notion d'information privilégiée par le juge européen », *Dalloz actualité*, 20 mars 2015.

3 Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et directive 2003/24/CE du 22 décembre 2003.

4 Position du Parlement européen arrêtée en première lecture le 10 septembre 2013 en vue de l'adoption du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du conseil sur les opérations d'initié et les manipulations de marché (abus de marché).

a répondu à cette question, soulevée à l'occasion de l'affaire dite « *Wendel/Lafonta* ».

4. Un bref retour sur les faits de l'espèce s'impose.

5. En avril 2008, le secrétaire général de l'AMF ordonnait l'ouverture d'une enquête sur les conditions dans lesquelles la société *Wendel SA* était progressivement montée au capital de *Saint-Gobain*.

6. Annonçant un procédé dont l'AMF aurait de nouveau à connaître quelques années plus tard dans l'affaire *LVMH*⁵, *Wendel* avait contracté plusieurs instruments financiers à terme appelés *Total Return Swaps* (TRS) avec diverses banques, lui conférant une exposition économique sur le titre *Saint-Gobain*, puis avait dénoué ces contrats en titres, ce qui lui avait permis d'acquérir plus de 20 % du capital de cette société.

7. En juillet 2009, les griefs étaient notifiés par l'AMF à *Wendel* et au président de son directoire, M. Jean-Bernard Lafonta. Il leur était notamment reproché « *de n'avoir pas porté à la connaissance du public l'information privilégiée ayant consisté en la mise en place, par la société Wendel SA, de l'opération financière sus-décrite, afin de pouvoir prendre une participation substantielle dans le capital de la société Saint-Gobain [...]* », en violation de l'article 223-2⁶ du règlement général de l'AMF⁷.

8. Par décision du 13 décembre 2010, la commission des sanctions de l'AMF reconnaissait les mis en cause coupables des manquements qui leur étaient reprochés et les condamnait à une lourde sanction pécuniaire⁸.

9. Dans le cadre de son recours devant la cour d'appel de Paris, M. Lafonta⁹ contestait les griefs retenus contre lui, en soutenant notamment que l'information relative à la prise de participation de *Wendel* dans *Saint-Gobain* ne constituait pas

5 Sanct. AMF, 25 juin 2013 : *JCP E 2013*, p. 1503, note P. Pailler ; *RD bancaire et fin.* sept.-oct. 2013, com. N° 176, note A. Gaudemet ; *BJB* oct. 2013, p. 471, n° 110 p. 4, note D. Schmidt ; *BJS* nov. 2013, p. 738, n° 110, note S. Torck ; R. Mortier, « la guerre d'Hermès », *Dr. Sociétés* oct. 2013, Repère 9.

6 « 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. II. L'émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer 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 en contrôlant l'accès à cette dernière [...] ».

7 Le second grief formulé à l'encontre des mis en causes, qui n'intéresse pas le présent commentaire, rejoignait l'un de ceux avancés plus tard contre *LVMH* dans le cadre de sa prise de participation d'*Hermès*, soit « *de n'avoir pas porté à la connaissance du public les principales caractéristiques de l'opération financière préparée par Wendel et destinée à lui permettre d'acquérir une participation significative dans le capital de la société Saint-Gobain* », en violation de l'article 223-6 du règlement général de l'AMF.

8 1,5 millions d'euros chacun.

9 La société *Wendel SA* avait également formé un recours à l'encontre de la décision de la commission des sanctions, mais s'était désistée en cours d'instance.

une information privilégiée, en ce qu'elle ne répondait pas au critère de précision posé par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF¹⁰. Selon M. Lafonta en effet, il était impossible de déterminer le sens de l'influence que cette information était susceptible d'avoir sur le cours de Wendel, ce qui la rendait *ipso facto* imprécise.

10. La cour d'appel rejetait cet argument et confirmait la sanction du requérant, en relevant laconiquement « *qu'il n'[était] ni contesté ni contestable qu'une opération de l'ampleur de celle mise en place par Wendel était susceptible d'avoir une influence sensible sur le titre de cette société, sans qu'il y'ait lieu, par surcroît, de déterminer, comme cela est soutenu, le sens, à la hausse ou à la baisse, de cette variation* »¹¹.

11. Saisie d'un pourvoi, la Cour de cassation jugeait nécessaire de poser une question préjudicielle à la Cour de justice de l'Union européenne, afin de déterminer si les articles 1.1 de la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003¹² et 1§ 1 et 1§ 2 de la directive 2003/124/CE du 22 décembre 2003¹³, dont l'article 621-1 du règlement général de l'AMF est la transpo-

sition directe¹⁴, devaient 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* »¹⁵.

12. C'est à cette question, incertaine en jurisprudence et controversée en doctrine (I), que la Cour de justice vient de répondre négativement, au terme d'un raisonnement dont on pourra regretter le caractère rigoriste et abstrait (II). Reste que la décision commentée semble promise à une large portée, dépassant le simple cadre de la communication financière (III). En somme, il y aura bien un « avant » et un « après » Lafonta.

I. L'« avant » Lafonta : incertitudes jurisprudentielles et controverses doctrinales

13. Jusqu'à ce jour, et hormis les décisions intervenues dans le cadre de l'affaire *Wendel/Lafonta* elle-même, ni la commission des sanctions ni les juridictions de recours ne s'étaient explicitement prononcées de manière définitive et univoque sur la nécessité ou non de caractériser le sens de l'influence potentielle d'une information prétendument privilégiée sur le cours d'un instrument financier donné.

14. En matière de manquements d'initiés notamment, et en particulier s'agissant d'opérations de croissance externe, de restructuration, ou de financement, c'est au contraire un certain opportunisme qui semble avoir prévalu jusqu'alors, les critères mis en avant pour démontrer le caractère « précis » d'une information au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF variant au gré des espèces.

15. Ainsi, si pour apprécier la « précision » d'une information dont était détenteur le présumé contrevenant, certaines décisions de la commission des sanctions font explicitement référence à l'impact potentiellement haussier ou baissier de l'information concernée¹⁶, d'autres se contentent de le sous-

-
- 10 « 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. Une information, 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 dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement. »
- 11 CA Paris, pôle 5 ch. 7, 31 mai 2012 ; J.-J. Daigre, « La préparation d'une opération financière significative est une information privilégiée, deux raisons de la révéler », Bull. Joly Bourse, 1 octobre 2012, n° 10, p. 404 ; A. Gaudemet, « Manquement à l'obligation de publier une information financière », Revue de Droit bancaire et financier, 5 septembre 2012, n° 5, comm. 170 ; H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars, J.-P. Bornet, « Abus de marché-Acquisition d'une exposition économique sur des actions par les biais de TRS-Obtention concomitante d'emprunts de même montant auprès des mêmes banques-Préparation d'une opération financière-Article 223-6 RG AMF, Obligation d'informer le marché (Oui)-Information privilégiée-Article 226-2 et 621-1 du RG AMF-Obligation d'information (Oui)-Double manquement », Revue Banque & Droit, 1 juillet 2012, n° 144, pp. 25-28.
- 12 « Aux fins de la présente directive, on entend par « information privilégiée » : 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. »
- 13 « 1. Aux fins de l'application de l'article 1^{er}, 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 1^{er}, 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. »

-
- 14 Comparer notamment la définition du critère de précision dans la directive 2003/124/CE et dans l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, voir notes 10 et 13 *supra*.
- 15 Com., 26 novembre 2013, bull. n° 173 ; Dalloz actualité, 9 décembre 2013, obs. X. Delpech ; RSC 2014.103, obs. F. Stasiak ; Bull. Joly Bourse 2014.15, note T. Bonneau ; RD. Banc. Fin. 2014, n° 31, obs. A. Gaudemet ; Banque et Droit janvier – février 2014.26, obs. C.-A. Rouaud.
- 16 Sanct. AMF, 14 avr. 2005, Sté X, M. A et M. B (à propos d'une vente d'actifs : « la connaissance des conditions de cession de la société Y, du montant élevé des concours bancaires utilisés par la société X, de la proximité de la date d'exigibilité, enfin, des garanties prises sur les actions étant à l'évidence susceptibles d'avoir une influence baissière sur des titres ») ; Sanct. AMF, 9 avr. 2013, M. S. Egnell et Sté Exane (à propos d'une augmentation de capital : « ce projet, par l'amélioration qu'il avait pour but d'apporter à la situation financière de Lafarge, sans même qu'il fût nécessaire de connaître la taille de l'opération projetée, était susceptible d'emporter des conséquences favorables quant à l'appréciation de la qualité de crédit de la société émettrice et au cours des instruments financiers qui dépendent de cette appréciation ») ; Sanct. AMF, 16 mai 2014, MM. J. Raad, C. Rosier, A. Benhamron et T. Xander (à propos d'une OPA : « s'agissant d'un projet d'offre publique, dont le prix proposé était bien supérieur au cours de l'action ILOG à l'époque, il était possible pour son détenteur d'en tirer une conclusion quant à l'effet positif possible qui pourrait en résulter sur le cours de l'instrument financier concerné ») ; Sanct. AMF, 22 juillet 2014, Safetic, HSBC France, X. Arkeon Finance, MM. P. Fornas, C.H. Berbain (Selon le

entendre, en faisant référence au *premium* sur le cours de bourse d'un transfert de participation¹⁷ ou d'une offre publique¹⁸, ou à la décote résultant d'une augmentation de capital sous forme de placement privé¹⁹, alors que d'autres encore l'éluent, se bornant à souligner la nature, l'ampleur ou les conditions de l'opération sur laquelle portait l'information, sans donner davantage d'indications sur le sens de la variation attendue²⁰.

grief notifié : « Un investisseur raisonnable pouvait dès lors anticiper une baisse du cours du titre à l'issue de la publication de ces informations ». Mais selon la commission des sanctions : « cette information n'était pas assortie des modalités propres, dans les circonstances de l'espèce, à permettre d'apprécier suffisamment l'effet possible d'un tel événement sur le cours du titre Safetic ; non plus, par suite, qu'à mettre un « investisseur raisonnable » en mesure d'utiliser cette information « comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement » ; qu'ainsi cette information ne présentait pas les caractères d'une information privilégiée »).

- 17 COB, 1^{er} mars 1994, Zodiac (à propos d'une cession de bloc de contrôle : « les informations sur le principe, d'une part, de la cession du bloc de contrôle de la société Sicma, d'autre part d'une fourchette de prix chiffrée largement supérieure au cours de bourse leur ont été communiqués ») ; Sanct. AMF, 11 déc. 2008, Sté Garage Massis, M^{me} P. Sarikouyoumdjan, MM. L. Derderian, J.-L. Jessenne, H. Tarikt, G. Vallette et J.-M. Rocchi (à propos d'une cession d'une part significative du capital : « FINANCIÈRE CAMBON et FRANCE TELECOM ont finalisé par un échange de courriers cette offre, qui avait pour effet de valoriser le titre DIWAN à un niveau supérieur d'environ 40 % au cours de bourse du moment ») ; Sanct. AMF, 14 juin 2012 Stés Exane, Boussard & Gavaudan et MM. N. Chanut et E. Boussard (à propos d'une acquisition de blocs : « pris dans sa globalité, le mandat donné à Exane comportait donc l'indication, tout à la fois, de l'objectif poursuivi par PAI d'acquérir 9 millions de titres pour 38 euros, prix alors supérieur au cours de bourse, et de la stratégie en trois temps déployée pour atteindre cet objectif »).
- 18 Sanc. AMF, 17 fév. 2011, MM. A, B, C, D, E, F, G, H et I (à propos d'une OPAS : « le 26 juin 2008 – date à laquelle le cours de l'action X2 était de 4,48 euros en clôture – le comité de direction du groupe X a décidé de mettre en œuvre le projet « Pégase » de sortie de la cote de la société, et a évoqué un prix d'offre publique de 6,50 euros par action ») ; Sanct. AMF, 15 sept. 2011, M. A et M^{lle} B, (à propos d'une OPA : « un document de travail de cette banque en date du 4 novembre 2008 faisait état d'analyses conduites avec des hypothèses de prix différentes, étant précisé qu'une fourchette comprise entre 7 € et 10 € était indiquée, alors que le cours de clôture de la veille, 3 novembre, était de 6,35 € ») ; Sanct. AMF, 28 sept. 2012, MM. H. Lalani, A. Lalani, K. Handa, A. Esmail, M. Valabhji, M^{me} P. Esmail et Sté Intouch Investments (à propos d'une OPA : « cette proposition avait été validée (...) sur la base d'un projet qui comprenait notamment (...) la recommandation d'un premier prix indicatif à soumettre à NET2S, qui offrait une prime de 33 % par rapport à la valeur de marché de la société à l'époque, et de 40 % par rapport à la moyenne des cours constatés le mois précédent ») ; Sanct. AMF, 12 avr. 2013, MM. A, B et C (à propos d'une OPA : « des valorisations détaillées avaient été établies par les banquiers conseils de l'acquéreur et de la cible, qui avaient en commun d'offrir une prime substantielle, comprise entre 28 % au moins et 149 % au plus ») ; Sanct. AMF, 9 juil. 2014, MM. A. et M. Sicakyuz (à propos d'une OPA : « le comité stratégique de Cybernétix avait, pour sa part, approuvé ce projet, dès le 22 juillet 2011, sous réserve que le prix de l'offre ne soit pas inférieur au cours de bourse assorti d'une prime de 50 % »).
- 19 Sanct. AMF, 13 fév. 2013, MM. H. Crohas, O. Bassier, Stés Archos, X et Saint Olive Gestion (à propos d'une augmentation de capital : « le conseil d'administration de la société Archos avait décidé dès le 14 avril 2010 de procéder à une augmentation de capital pour un montant compris entre 4 et 7 millions d'euros, envisageant aussi une décote maximum de 45 % »).
- 20 Sanct. AMF, 29 mars 2007, Banque X, MM. A et B (à propos de cessions de blocs : « l'information était précise en ce qu'elle portait non seulement sur le principe de l'acquisition de titres Y, mais également sur des éléments de détail de l'opération à laquelle la banque Z procédait – dont certains chiffres – tels que le prix d'acquisition, la taille du bloc de titres convoité et les modalités particulières de transactions hors marché, ce qui permettait de déterminer l'ampleur des interventions de la banque Z ») ; Sanct. AMF, 3 avr. 2008, Sté Euroland Finance, MM. X et Y (à propos d'une acquisition : « il importe peu que l'acquisition projetée n'ait pas encore été définitivement conclue et qu'il n'ait pas été fourni d'indications sur le prix payé, puisqu'elle a été présentée comme la conclusion imminente de négociations très avancées ») ; Sanct. AMF, 23 déc. 2008, MM. X. Thoma, C. Thoma, S. Moccia, G. B. Di Natale, A. W, B, C, D, A. Filosa, F. Pantanella, E, F, G,

16. Le Conseil d'État et, jusqu'à la présente affaire²¹, la cour d'appel de Paris²² n'ont guère exprimé d'opinion plus claire à cet égard²³.

17. Que l'on ne voie pas dans cette absence de réponse nette une quelconque désinvolture de la part de la commission des sanctions ou des juridictions de recours. Si l'incertitude a persisté, c'est en effet avant tout parce que dans la grande majorité des cas, la question de la détermination du sens de l'influence d'une information sur un cours ne pose pas de difficulté particulière, puisqu'il est aisé de déterminer si

H (à propos d'une OPA : « le projet d'offre publique avait donc des chances raisonnables d'aboutir dans un délai proche, peu important l'existence d'aléas, inhérents à toute opération de cette nature ; qu'il était alors possible d'en tirer une conclusion quant aux effets qui pourraient en résulter sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers liés (...) ; qu'est toute aussi indifférente la circonstance [que] n'aient été arrêtés ni le prix de l'offre ni les modalités de son financement ») ; Sanct. AMF, 17 mars 2011, Stés Crédit Agricole Corporate And Investment Bank, Natixis, M. A et Sté de gestion X (à propos d'une émission d'emprunt obligataire : « l'information en cause contenait les principales caractéristiques de l'émission obligataire qui devait être lancée, à savoir : le nom de l'émetteur, l'indication de ce que la taille serait une taille dite de référence, son échéance et l'écart de rendement par rapport au taux de swap de référence ») ; Sanct. AMF, 16 avr. 2013, M. A (à propos de la résiliation d'une licence : « Transgène avait cinq produits en développement, dont trois faisaient l'objet d'un partenariat ; que le TG4001, qui était en phase 2 d'études cliniques et dont les résultats étaient attendus pour le 1^{er} semestre 2012, était l'un des projets dont le stade de développement était le plus avancé ; que la phase 3 de développement, très lourde financièrement, ne pouvait être menée par Transgène sans partenaire ; que la perte du partenariat avec Roche était donc susceptible, au moins dans un premier temps, d'avoir un effet sur le cours du titre Transgène ») ; Sanct. AMF, 25 juil. 2013, MM. F. Gontier, F. Doulcet, G. Wyser-Pratte, M. Bognon et Stés Verneuil et Associés, Verneuil Participations, Foch Investissements, FD Conseils et Participations et Duc SA (à propos d'une cession d'actifs : « l'accord probable entre les deux parties sur la vente d'hôtels qui représentaient 20 % des immobilisations nettes d'EEM et contribuait, à hauteur de 1,8 million d'euros, au résultat net du groupe permettait d'anticiper une cession dont il était possible de tirer une conclusion sur le cours des instruments financiers d'EEM »).

21 Voir § 11 *supra*.

22 Pour un arrêt faisant explicitement référence au sens de la variation du cours, v. par exemple CA Paris, 20 octobre 2009, n° 08/16852 (« Considérant qu'il s'en déduit que, même en admettant qu'il n'a pas eu de précisions sur l'identité de partenaire, ni sur le prix offert pour l'augmentation de capital, Monsieur Julien SCHOENLAUB s'est trouvé le 23 décembre 2005 informé de l'existence d'un projet sérieux de partenariat stratégique pour le développement de POWEO avec entrée de ce partenariat au capital de la société ; qu'ainsi il a été informé d'un événement futur très probable conduisant à penser que le cours du titre POWEO avait de fortes chances de remonter rapidement ») ; *contra* v. notamment CA Paris, 21 juin 2012 (« Considérant que (...) l'information tenant au projet d'Enel de lancer une offre publique sur Suez était précise ; qu'en effet, tel est le cas d'une information, telle celle relative audit projet, qui, sans être nécessairement certaine implique l'existence d'un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, peu important l'existence d'aléas quant à la réalisation effective du projet ; qu'il n'est, en outre, pas sérieusement contestable qu'il était possible de tirer de la connaissance d'un tel projet une conclusion quant à l'effet possible dudit projet sur le cours du titre Suez »).

23 Dans leur note sous la décision commentée, (« La CJUE redéfinit l'information privilégiée, note sous CJUE 2^e ch., 11 mars 2015, aff.- C-628/13. L. c/ AMF », *préc.*) les conseils de M. Lafonta soutiennent qu'à l'occasion de sa décision *Orco* du 3 avril 2014 (RG n° 2012/23179) la cour d'appel de Paris « a expressément jugé qu'une information non directionnelle ne pouvait être qualifiée de précise ». Cette interprétation nous semble excessive. Dans sa décision en effet, la cour d'appel de Paris n'énonce aucune solution de principe quant à la nécessité ou non de démontrer que le détenteur d'une information privilégiée était en mesure de prévoir le sens de l'influence de cette dernière sur le cours du titre correspondant. Elle se contente de revenir sur l'appréciation factuelle de la commission des sanctions selon laquelle en l'espèce, les informations considérées étaient suffisamment univoques quant aux difficultés de trésorerie de l'entreprise en cause pour en tirer une conclusion quant à l'évolution – ici baissière – du cours de son titre.

l'information en cause sera accueillie par le marché comme une « bonne » ou une « mauvaise » nouvelle pour le titre concerné.

18. En revanche, la question semble n'avoir jamais été explicitement posée concernant la variation du cours d'un acquéreur ou d'un initiateur dans le cadre de projets d'acquisitions ou d'offres publiques, de fait beaucoup plus délicate à anticiper que celle du cours de la cible. Dans les deux seules affaires qui à notre connaissance concernent des opérations effectuées sur les titres d'un acquéreur ou d'un initiateur, la question de la conclusion pouvant être tirée quant aux effets de l'information sur le cours de ces derniers est soit éludée²⁴, soit résolue par le biais d'une affirmation selon laquelle, en l'espèce, l'incidence était nécessairement haussière²⁵.

19. Face à l'absence de jurisprudence univoque, et notamment suite au renvoi préjudiciel effectué par la Cour de cassation dans l'affaire *Lafonta*, la doctrine s'est penchée sur la question posée à la Cour de justice, donnant lieu à des avis pour le moins contrastés.

20. De nombreux auteurs ont ainsi estimé que la prédictibilité du sens de l'influence d'une information donnée sur le cours d'un instrument financier constituait une condition nécessaire de son caractère précis²⁶.

21. À défaut, la détermination de l'effet possible de l'information ferait l'objet d'une approche trop objective, faisant dès lors se confondre les concepts de précision de l'information et celui de sensibilité²⁷. Il s'agit du reste d'un travers dans lequel l'AMF semble avoir elle-même déjà versé²⁸.

22. En outre, une lecture littérale des dispositions de l'article 1 § 1 de la directive du 22 décembre 2003 conduit d'aucuns à voir dans la notion d'« effet possible » l'exigence d'aller au-delà de la conclusion pouvant être tirée quant à la simple variation du cours, et l'obligation de pouvoir déterminer l'effet à la hausse ou à la baisse²⁹.

23. Il serait du reste conforme à la finalité de la directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers communau-

taires et de renforcer la confiance des investisseurs, notamment en sanctionnant la rupture d'égalité entre investisseurs en ces marchés, que la sanction d'un manquement d'initié repose sur le constat de ce que l'initié était en mesure d'anticiper le sens de la variation du cours à l'annonce de l'information privilégiée dont il lui est reproché d'avoir fait usage³⁰.

24. Un auteur invoque à cet égard la position adoptée par la jurisprudence britannique en la matière³¹. Dans son arrêt *David Massey v. FSA* rendu en 2011, le *Upper Tribunal* anglais, tout en insistant sur la difficulté d'interprétation du critère de précision, avait en effet jugé que « la conclusion quant à l'effet possible sur le cours doit porter dans un certain sens »³². Dans l'espèce dont elle avait eu à connaître, la juridiction anglaise avait cependant jugé que l'influence possible de l'information en cause était nécessairement baissière, ce qui permettait dès lors de caractériser sa précision.

25. Une autre frange de la doctrine s'est montrée plus réservée³³, certains commentateurs estimant notamment qu'indépendamment de la possibilité d'anticiper le sens de la variation du cours, l'initié est avantagé par rapport au marché dès lors qu'il peut parier sur le fondement de sa connaissance d'un événement que les autres investisseurs ignorent complètement³⁴.

26. D'autres enfin se sont résolument prononcés en faveur d'une indifférence de la déterminabilité du sens de la variation du cours pour caractériser une information précise³⁵, soulignant qu'une telle condition n'est nullement requise par les dispositions des directives dites « abus de marché » des 28 janvier et 22 décembre 2003, et serait même contraire à leurs objectifs, ainsi qu'à la jurisprudence récente de la Cour de justice de l'Union européenne en la matière³⁶, dès lors notamment que la preuve de ce que l'initié pouvait tirer une conclusion sur le sens de la variation du cours litigieux peut s'avérer délicate à apprécier et à rapporter, renforçant ainsi les moyens de défense de l'initié, au détriment de l'efficacité des mécanismes de prévention et de sanction des opérations d'initiés.

27. C'est cette dernière position qui a obtenu la faveur des magistrats européens.

II. L'arrêt *Lafonta* : vers une information privilégiée sans « privilège » ?

28. Reprenant son argumentaire développé devant la cour d'appel de Paris et la Cour de cassation, M. Lafonta se préva-

24 Sanc. AMF, 4 déc. 2008, M^{me} W, MM. X, Y et Z.

25 Sanc. AMF, 3 avr. 2008, précitée.

26 N. Mennesson, « Information privilégiée : bonne ou mauvaise nouvelle ? », *JCP E* 2012, p. 1348 ; M.-N. Dompé, N. Mennesson, « Franchisements de seuils et abus de marché », *RD bancaire et fin.* 2013, dossier 21 ; T. 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 ? », *Bulletin Joly Bourse*, 31 janvier 2014, n° 1, p. 15 ; J.-H. Robert, « Le bonneteau boursier », *Droit Pénal*, janvier 2014, n° 1, comm. 12 ; A. Gaudemet, « Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés importe-t-il ? », *RD bancaire et fin.* 2014, comm. 31.

27 J.-C. Vidal et P. Mudet, *Communication financière*, préf. T. Bonneau, Ed. Francis Lefebvre 2011, n°85, cité par T. Bonneau, art. préc. §. 8 ; A. Gaudemet, art. préc.

28 Sanc. AMF, 30 oct. 2008, MM. X, Y, M^{me} Z et Sté HSBC France (à propos d'une opération de reclassement de titres : « l'information relative à l'imminence d'une opération de reclassement comportant une indication selon laquelle les titres reclassés seraient vendus un peu moins cher que le cours actuel, dès lors qu'elle n'était pas assortie d'indications relatives au montant de cette décote ni à la taille du bloc devant faire l'objet de l'opération, n'est pas suffisamment complète et détaillée pour qu'un investisseur raisonnable soit susceptible de l'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement »), décision citée par G. Roch, « Abus de marché : opérations d'initiés » : *Joly bourse*, EA005, n° 175. Voir en ce sens : N. Mennesson, art. préc.

29 T. Bonneau, art. préc. §. 11.

30 T. Bonneau, art. préc., spéc. §§. 14 et 15 ; A. Gaudemet, art. préc. ; J.-H. Robert, art. préc.

31 T. Bonneau, art. préc. §. 12.

32 Upper Tribunal (Tax and Chancery Chamber), *Financial Services, David Massey v. Financial Services Authority*, 2 fév. 2011, §§. 38-39.

33 F. Drummond, Table ronde n° 2 – Le manquement d'initié : données récentes, in 3^e colloque de la commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats, 18 oct. 2010, pp. 2 et 3, cité par T. Bonneau, art. préc. et A. Gaudemet, art. préc. ; A.-C. Rouaud, *Banque & Droit*, janvier-février 2014, n° 153, p. 26.

34 A.-C. Rouaud, *Banque & Droit*, janvier-février 2014, n° 153, p. 26.

35 F. Stasiak, « Précision de l'information privilégiée », *RSC* 2014, p. 103.

36 CJUE, 23 déc. 2009, C-45/08, *Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck c./Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)* ; 28 juin 2012, C-19/11, *Markus Geltl c./Daimler AG*.

lait devant la Cour de justice de la formulation de l'article 1 § 1 de la directive 2003/124/CE, et plus particulièrement de la seconde des deux conditions posées par ce texte, selon laquelle pour être réputée à caractère précis, une 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* ».

29. Relevant qu'une information qui ne permet pas à son détenteur d'anticiper le sens de la variation du cours de l'instrument financier concerné ne met pas ce dernier en mesure de déterminer s'il convient d'acheter ou de vendre cet instrument, et partant, ne lui confère aucun avantage sur les autres intervenants du marché³⁷, M. Lafonta concluait qu'une telle information ne peut pas être considérée comme « précise » au sens de la disposition précitée.

30. Dans la décision commentée, la Cour de justice écarte cette argumentation au terme d'un raisonnement en quatre temps, en tous points conforme à celui de son avocat général³⁸, mais qui ne nous semble pas exempt de contradictions.

31. En premier lieu, elle relève que le libellé des dispositions soumises à son examen, et singulièrement celui de l'article 1 § 1 de la directive 2003/124/CE, ne restreint pas la notion d'information « précise » aux seules informations dont il serait possible de tirer une conclusion quant au sens de leur effet sur le cours des instruments financiers concernés. En effet, « *selon le sens des termes communément employés* » par ces dispositions, une information doit selon elle être réputée précise dès lors qu'elle est « *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* », et que seules sont exclues de cette définition les informations « *vagues ou générales qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés* »³⁹.

32. Cet argument peine à convaincre. D'une part, le recours à l'expression « *une conclusion quant à l'effet possible* » par l'article 1 § 1 de la directive 2003/124/CE, et singulièrement l'emploi de l'article défini « l' » devant le terme « effet », suggère précisément qu'il est nécessaire de pouvoir définir cet effet – et donc le sens de ce dernier – avec un degré de certitude raisonnable⁴⁰ pour caractériser le critère de précision. Il est à cet égard révélateur que pour soutenir le contraire, la Cour de justice ait eu besoin de substituer à cet article défini l'article indéfini « un », qui suggère pour sa part que le sens de la variation n'importe pas.

33. D'autre part, à suivre le raisonnement de la Cour, l'on voit mal comment le critère de sensibilité ne serait pas autre chose qu'un avatar – certes plus restrictif – du critère de précision,

rendant dès lors ce dernier superflu. Au risque de commettre une lapalissade, l'on ne peut en effet que constater que toute information susceptible d'avoir une « influence sensible » sur le cours d'un instrument financier est *a fortiori* susceptible d'avoir « un effet » sur ce même cours, dans un sens ou dans l'autre. Or, ainsi que les magistrats européens le rappellent eux-mêmes en tête de leurs développements, le critère de précision est bien distinct de celui tiré de l'effet sensible de l'information privilégiée sur le cours de l'instrument financier concerné⁴¹.

34. L'examen du critère de sensibilité constitue précisément le deuxième temps du raisonnement de la Cour, qui souligne qu'il ne ressort pas non plus de l'article 1 § 2 de la directive 2003/124/CE que ce critère suppose la connaissance par le détenteur de l'information du sens de l'influence de cette dernière sur le cours de l'instrument financier en cause. Selon elle en effet, une information est susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable en tant que faisant partie des fondements de sa décision d'investissement « *quand bien même [elle] ne permettrait pas d'anticiper la variation dans un sens déterminé du cours des instruments financiers concernés* »⁴².

35. Il s'agit là à première vue d'une simple remarque incidente, qui ne porte pas directement sur la question soumise à la Cour de justice, laquelle portait uniquement sur la définition du critère de précision.

36. Cet *obiter dictum* met néanmoins en lumière un aspect factuel crucial, qui explique sans doute en grande partie la décision des magistrats européens. Ainsi que souligné par l'avocat général dans ses conclusions, « *il ressort du dossier soumis à la Cour qu'il y a des mécanismes financiers qui permettent à un investisseur de retirer un bénéfice en cas de variation sensible d'un cours du titre, quel que soit le sens de cette variation, si certaines conditions de marché sont remplies* »⁴³.

37. En d'autres termes, refuser la qualification d'information privilégiée à une information au seul motif qu'il n'est pas possible de déterminer le sens de l'influence que cette dernière aura sur le cours d'un instrument financier revient à ouvrir la boîte de Pandore d'une nouvelle sorte de manquements d'initiés, effectués au moyens de produits structurés pariant non sur la hausse ou la baisse d'un titre, mais sur sa volatilité.

38. S'il ne peut être reproché à la Cour de justice de vouloir faire échec à de telles pratiques, les moyens utilisés pour y parvenir posent question. Bien que théoriquement possible, le recours aux produits structurés tirant bénéfice de la volatilité d'un instrument financier donné n'est pas commun⁴⁴, et reste en tout état de cause aisé à démontrer par les autorités de contrôle⁴⁵. Dans ces conditions, la lutte contre les manquements liés à ces produits spécifiques justifie-t-elle de considérer comme privilégiées des informations dont il n'est pas possible de prévoir le sens de l'effet sur un cours, alors même

37 Décision commentée, n° 18 et 33.

38 Conclusions de l'avocat général M. Melchior Wathelet, présentées le 18 décembre 2014 dans l'affaire C-628/13, *J.-B. Lafonta c/ AMF*, n° 44. Les conclusions sont disponibles à l'adresse suivante : <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30dde3ff54672a7347aeae1286756ef66a32.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuPbxf0?text=&docid=160953&pageIndex=0&doclang=FR&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=382702>.

39 Décision commentée, n° 30 et 31 (nous soulignons).

40 Ce que suggère l'emploi de l'expression « une conclusion » et l'adjonction du terme « possible ».

41 Décision commentée, n° 28.

42 Décision commentée, n° 34.

43 Conclusions de l'avocat général M. Melchior Wathelet, présentées le 18 décembre 2014 dans l'affaire C-628/13, *J.-B. Lafonta c/ AMF*, n° 49.

44 À notre connaissance, l'AMF n'a jamais eu à connaître de manquements d'initiés exécutés par le biais de tels instruments.

45 Dans le cadre de ses enquêtes, l'AMF peut ainsi avoir accès à l'intégralité des interventions sur le marché d'un opérateur donné.

que leurs détenteurs n'auront pas investi dans ce type de produits, et n'auront donc joui d'aucun avantage sur les autres intervenants du marché ?

39 Certains auteurs ont pu arguer de ce que la définition de l'information privilégiée doit être distinguée de son utilisation, ce qui les conduit à se poser la question de savoir si la question de la prévisibilité du sens de la variation du cours du titre ne devrait pas se situer en aval de la question de savoir si une information peut être qualifiée ou non de privilégiée⁴⁶, notamment dès lors qu'il revient à l'autorité de poursuite, une fois l'information privilégiée qualifiée, de rapporter la preuve du caractère indu de son utilisation⁴⁷. La Cour n'a pas souhaité amorcer ce débat. Dans la droite ligne du mouvement d'objectivation de l'appréciation des abus de marché initié par sa jurisprudence antérieure⁴⁸, elle s'en tient à une position de principe, qui nous semble disproportionnée au regard du risque – à la fois limité et aisé à déceler – d'abus soulevé par le cas d'espèce.

40. Le troisième temps du raisonnement de la Cour est téléologique. Pour les magistrats européens, restreindre le champ des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE aux seules informations permettant de prévoir à l'avance le sens de variation du cours des instruments financiers concernés aurait pour effet de vider ces dernières de leur substance. La complexité actuelle des marchés financiers rendrait en effet impossible l'exercice consistant à prévoir avec certitude le sens de l'influence d'une information donnée sur un titre, de sorte que permettre l'interprétation suggérée par M. Lafonta aurait pour conséquence de fournir à tous les auteurs de manquements d'initiés une excuse toute trouvée pour échapper à bon compte à toute répression.

41. Ici encore, le raisonnement de la Cour ne convainc pas totalement. D'abord, il se fonde sur un postulat factuel qui nous semble excessif. Dans de nombreux cas en effet, les autorités de contrôle – et en particulier l'AMF – sont en mesure de déterminer le sens de l'influence qu'une information donnée sera susceptible d'avoir sur le cours d'un instrument financier⁴⁹.

42. Ensuite, rien n'oblige ces mêmes autorités de contrôle à faire entièrement crédit aux mis en cause qui soutiendraient devant elles n'avoir pas été en mesure de prévoir le sens de l'influence d'une information sur un titre. À cet égard, l'on constate aisément que l'AMF ne s'abstient généralement pas de remettre en cause, lorsqu'elle les estime non ou peu convaincantes, les explications fournies par les personnes qu'elle poursuit, disposant pour ce faire d'outils qui ont fait leurs preuves, à l'instar du faisceau d'indices.

43. L'argument tiré de la nécessité d'éviter de fournir un nouveau moyen de défense aux mis en cause nous paraît d'autant plus contestable qu'ainsi que l'a relevé le professeur Bonneau⁵⁰, seule l'anticipation d'un investisseur raisonnable, autrement dit celle du marché, doit être prise en compte pour déterminer la prédictibilité ou non du sens de l'influence d'une information sur un titre. Cette approche objective permet de rejeter toutes les objections de nature purement per-

sonnelle – c'est-à-dire liées au jugement du mis en cause –, et dès lors de faciliter considérablement l'office des autorités de poursuite.

44. Au surplus, il ne s'agit pas, comme le sous-entend la Cour, de rechercher si le sens de l'influence d'une information sur le cours d'un instrument financier pouvait être prévu avec certitude⁵¹, mais simplement « avec un degré de probabilité suffisant »⁵². En pratique, il suffira donc pour condamner de rassembler un certain nombre d'éléments objectifs – par exemple, l'influence de l'information sur les résultats de l'entreprise concernée, l'existence d'une prime offerte aux actionnaires de cette dernière ou encore l'effet sur le titre observé dans le passé dans le cadre d'opérations similaires – dont il découlera qu'il était raisonnablement possible au détenteur de l'information d'anticiper le sens de l'effet de l'information en cause sur le cours considéré.

45. Dans les cas où les autorités de contrôle n'auront pas été capables de satisfaire à ce standard de preuve, ne faudra-t-il pas en conclure *a fortiori* qu'il n'était pas possible pour un investisseur raisonnable d'anticiper le sens de l'influence de l'information prétendument privilégiée sur le cours de l'instrument financier correspondant ? Partant, et hors le cas très particulier du recours à des produits structurés tirant parti de la volatilité des titres⁵³, l'information n'aura conféré à son détenteur aucun avantage, ni aucun « privilège », par rapport aux autres intervenants du marché. Comment dans ces conditions conclure à l'existence d'une information privilégiée ? Pour reprendre l'argument téléologique développé par la Cour, un tel raisonnement nous semble précisément en contradiction avec l'objectif des directives dites « abus de marché », lequel est de s'assurer que les investisseurs soient placés sur un pied d'égalité⁵⁴.

46. Enfin, l'argument fondé sur la *ratio legis* sous-tendant l'adoption des directives « abus de marché » peut paraître paradoxal, lorsque l'on sait que la décision de la Cour conduit effectivement à faire reposer la définition de l'information privilégiée sur trois éléments constitutifs distincts (en succombant à la tentation de confondre précision et sensibilité), alors que la lettre du texte en prévoit quatre. En voulant imposer son interprétation de la finalité des directives, la Cour ne s'est-elle pas affranchie de sa substance ?

47. Se penchant sur l'historique des textes, la Cour relève enfin qu'au cours des travaux préparatoires de la directive 2003/124/CE, il avait été envisagé de faire référence à la possibilité de tirer une conclusion quant à la « direction » de l'effet d'une information sur le cours d'un instrument financier. Mais elle fait aussitôt litigieuse de cet argument, se contentant de retenir que cette possibilité n'avait finalement pas été retenue par le législateur.

46 A.-C. Rouaud, *Banque & Droit*, janvier-février 2014, *préc.*

47 CJUE, 23 déc. 2009, *préc.*, §§. 46 et s.

48 CJUE, 23 déc. 2009, *préc.*

49 Voir *supra* notes 11, 12, 13 et 14.

50 T. Bonneau, art. *préc.* §. 14.

51 S'agissant d'un évènement futur, une telle certitude est par définition impossible.

52 Pour reprendre le libellé de la question posée par la Cour de cassation.

53 Voir § 38 *supra*.

54 Voir notamment les considérants 12 et 15 de la directive 2003/6/CE.

III. L'« après » Lafonta : quel impact sur les manquements d'initiés découlant d'une opération sur le titre d'un acquéreur ?

48. Rendue en matière de communication financière, la décision commentée est-elle transposable à la caractérisation des abus de marché, et en particulier des manquements d'initiés ? Autrement dit, la notion d'information privilégiée doit-elle recevoir la même définition dans les deux cas ?

49. Si comme l'ont déjà relevé des commentateurs avisés, l'arrêt peut sembler de prime abord ambigu à cet égard⁵⁵, en l'état actuel du droit, tout porte à répondre par l'affirmative.

50. Du point de vue textuel, tout d'abord, il n'existe qu'une définition unique de l'information privilégiée, prévue par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF⁵⁶. C'est à ce dernier et à lui seul que renvoient les articles 622-1 et suivants et 223-2 et suivants du même règlement, portant respectivement sur les manquements d'initiés et les obligations en matière de communication financière.

51. Du point de vue jurisprudentiel ensuite, la cour d'appel de Paris⁵⁷, saisie du recours de M. Lafonta et non critiquée sur ce point par le pourvoi introduit par ce dernier, avait souligné que « pour les besoins de la caractérisation du manquement [reproché à M. Lafonta] consistant à ne pas avoir informé le public de l'existence d'une information privilégiée, il convient de se référer purement et simplement à la définition d'une telle information donnée par les dispositions de l'article [621-1 du règlement général de l'AMF] qu'il ne convient pas d'interpréter différemment en cas de poursuite du manquement distinct d'initié visant l'utilisation d'une telle information qui n'est pas en cause en l'espèce »⁵⁸.

52. Dans un article suivant de peu l'arrêt de la cour, les conseils de M. Lafonta eux-mêmes ne soutenaient pas autre chose⁵⁹.

53. En dépit des réserves légitimes soulevées par les mêmes auteurs⁶⁰, il semble donc bien qu'il faille conférer à l'arrêt Lafonta de la Cour de justice une portée excédant la seule problématique de la communication financière.

54. Cette conclusion, cohérente en droit du point de vue de la définition, l'est également d'un point de vue pratique.

55 M.-N. Dompé, N. Mennesson, « La CJUE redéfinit l'information privilégiée – CJUE, 2^e ch., 11 mars 2015, aff. C-628/13, L. c/ AMF », *préc.*

56 Ce dernier se situe dans le titre II (« Opération d'initié ») du livre VI (« Abus de marchés : opérations d'initiés et manipulation de marché ») du règlement général de l'AMF.

57 CA Paris, pôle 5 ch. 7, 31 mai 2012 *préc.*

58 Le lecteur attentif relèvera l'erreur de citation commise par la Cour dans son développement, en se prévalant de l'article L. 621-1 du code monétaire et financier (relatif aux missions de l'AMF), alors qu'elle visait selon toute vraisemblance l'article 621-1 de son règlement général, siège de la définition de l'information privilégiée.

59 M.-N. Dompé et N. Mennesson, « Franchissements de seuils et abus de marché », RDBF n° 2, mars 2013, doss. 21 : « Certes, dans l'affaire Wendel, les mis en cause n'étaient pas poursuivis pour manquement d'initié mais pour manquement à l'obligation d'information du marché. Cependant les textes sont clairs, et l'AMF l'a toujours admis : le renvoi par l'article 223-2 à l'article 621 implique que la notion d'information privilégiée soit identique dans les deux cas ».

60 M.-N. Dompé, N. Mennesson, « La CJUE redéfinit l'information privilégiée – CJUE, 2^e ch., 11 mars 2015, aff. C-628/13, L. c/ AMF », *préc.*

55. En effet, il n'est pas rare que des personnes mises en cause par l'AMF pour n'avoir pas communiqué en temps voulu une information privilégiée au public – ou pour avoir diffusé des informations inexacts ou trompeuses – se voient également reprocher un manquement d'initié⁶¹. Le cas le plus topique est celui du dirigeant tardant à informer le marché des difficultés financières ou opérationnelles menaçant ou rencontrées par la société qu'il gère et profitant de ce délai indu pour céder des titres de cette dernière qu'il détient à titre personnel⁶². L'on entrevoit dès lors l'inconvénient de distinguer là où la loi ne distingue pas : rien ne permettrait plus d'exclure l'éventualité de décisions contradictoires, sanctionnant d'une part un dirigeant pour avoir fait usage d'une information privilégiée, et jugeant de l'autre que cette même information n'avait pas à être communiquée au marché, précisément car elle n'était pas privilégiée.

56. L'arrêt commenté fait pourtant naître à ce sujet plusieurs interrogations. D'une part, renvoyer dos à dos les définitions d'information privilégiée en matière d'abus de marchés et d'information financière, à propos de laquelle l'actualité jurisprudentielle n'en est du reste pas moins brûlante⁶³, ne doit pas conduire des émetteurs mus par la crainte d'être sanctionnés pour n'avoir pas communiqué avec la précision et/ou la célérité suffisante, à communiquer au marché une information insuffisamment complète avec des effets erratiques plus dommageables qu'une information soigneusement vérifiée.

57. D'autre part, concernant la prévention de manquements d'initiés, un champ d'application en particulier mérite d'être mentionné : celui des opérations effectuées sur des instruments financiers liés non à la cible, mais à l'initiateur d'une acquisition ou offre publique. S'il est en effet classique que l'annonce d'une telle opération fasse grimper le cours de la cible, l'effet de la même annonce sur le cours de l'acquéreur ou de l'initiateur est généralement beaucoup plus incertain, notamment parce que le marché ne dispose pas du même niveau d'information que l'acquéreur ou de l'initiateur sur l'opération (par exemple sur ses conditions juridiques et/ou financières, ou encore, sur son financement) et/ou sur la cible (par exemple concernant l'existence d'éventuels passifs latents, notamment dans le cas de cibles non cotées), ce qui peut le conduire à considérer une acquisition tantôt comme un relai de croissance, tantôt comme une mauvaise allocation des ressources de l'émetteur. Désormais, cette incertitude ne constituera plus un obstacle à la poursuite d'éventuels manquements d'initiés.

58. Cette solution peut sembler regrettable en ce qu'elle apparaît disproportionnée en pratique. En effet, si les émetteurs ont manifestement un intérêt légitime à inciter leurs dirigeants par le truchement d'instruments les associant à la réussite et à la santé financière de l'entreprise, l'on voit mal comment l'efficacité de tels mécanismes pourra s'accorder avec la définition extensive, objective et générale de l'infor-

61 Par exemple : Sanct. AMF, 4 oct. 2007, *M. Le Coadou, M^{me} Le Coadou et M. Sarlat*, BJB 01/04/2008 n° 2 p. 148, note S. Torck et p. 294, note N. Rontchevsky ; Sanct. AMF, 25 oct. 2007, *Sociétés A, CCI Conseils et Fiduciaire Lyonnaise et autres*, BJB 01/04/2008 n° 4, p. 322, note A. Deprez-Graff.

62 Par exemple : Sanct. AMF, 5 mars 2009, *Société Nortene, M. P.W., société Kelly et M. G.T.*, BJB 01/07/2009 n°, p. 298, note H. Bouthinon-Dumas (décision annulée le 13 septembre 2012 par la cour d'appel de Paris statuant sur renvoi après cassation).

63 Sanct. AMF, 18 décembre 2014, Faurecia ; Sanct. AMF, 3 mars 2015, Air France-KLM.

mation privilégiée résultant de la décision commentée, tant un dirigeant est à la fois comptable de la gestion de ses plans d'intéressement, et amené à connaître de manière routinière de projets d'acquisitions, d'offres publiques, ou de partenariats dont l'impact sur le cours n'est pas nécessairement appréciable *ex ante*.

Conclusion

À l'heure d'un durcissement croissant de sanctions de plus en plus fréquentes en matière de manquements d'initiés comme en matière de communication financière, leur conférant un caractère répressif indéniable, l'appréciation extensive et à tout prix objective du domaine de l'information privilégiée au nom de la transparence des marchés, tout comme la fongibilité de sa définition en matière d'information financière et de répression des abus de marchés, se laissent accueillir avec réserve. Outre à sembler vouloir priver la défense – dont les sanctions encourues exigent pourtant qu'elle soit de plus en plus vigoureuse et attentive – de toute prise utile à la faveur de l'érection d'infractions abstraites et désincarnées, elle fait résolument fi des difficultés pratiques que peuvent rencontrer les acteurs du marché concernés qui, entre Charybde et Scylla, se voient privés de règles suffisamment claires et cohérentes pour guider leurs choix et leurs actions en toute sécurité. ■