

## Délit d'initié et obligation de divulgation : la Cour de justice de l'Union européenne clarifie la notion d'information à caractère précis

Dans un [arrêt du 11 mars 2015](#) (C-628/13 *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*), la Cour de justice de l'Union européenne a répondu à une question préjudicielle posée par la Cour de cassation de France dans le cadre d'un litige où Monsieur Lafonta s'était vu imposer par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers une sanction pécuniaire de 1.500.000 EUR pour ne pas avoir porté à la connaissance du public, notamment, l'information relative à la mise en place d'une opération financière permettant à l'entreprise Wendel d'acquérir une participation significative dans le capital du groupe Saint-Gobain.

La question préjudicielle posée par la Cour de cassation de France était la suivante :

*« Les articles 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 et 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doivent-ils être interprétés en ce sens que seules peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions celles dont il est possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques? ».*

Au cœur de cette question se retrouve l'un des arguments développés par Monsieur Lafonta pour contester sa condamnation : selon lui, une information n'est précise au sens des articles 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6 et 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 que si elle permet à celui qui la détient d'anticiper dans quel sens le cours du titre concerné variera lorsque cette information sera rendue publique.

Cette analyse semblait frappée au coin du bon sens : *a priori* seule une information permettant de prévoir si le cours du titre concerné va monter ou descendre permettrait à celui qui la détient de savoir s'il doit acheter ou vendre et, par conséquent, lui procurerait un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui ignorent cette information.

Pourtant, et au terme d'une argumentation savamment construite reposant tantôt sur sa jurisprudence tantôt sur l'économie globale du texte et sa finalité, la Cour de justice de l'Union européenne va déclarer qu'il ne ressort pas du libellé des directives en cause que

les informations à caractère précis viseraient uniquement celles qui permettent de déterminer dans quel sens le cours des instruments financiers concernés est susceptible de varier.

En réalité indique la Cour, seules les informations vagues ou générales qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés peuvent être considérées comme étant non précises.

Par ailleurs, et à retenir l'interprétation souhaitée par Monsieur Lafonta, les objectifs poursuivis par les directives précitées – à savoir la protection de l'intégrité des marchés financiers de l'Union européenne et le renforcement de la confiance des investisseurs en ces marchés, confiance qui repose, notamment, sur le fait qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées<sup>1</sup> – seraient mis à mal.

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

En conséquence, la Cour de justice de l'Union européenne a dit pour droit que :

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

<sup>1</sup> Voy. en ce sens les arrêts Spector Photo Group et Van Raemdonck, C-45/08, point 47; IMC Securities, C-445/09, point 27 et Geltl, C-19/11 point 33.

*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 ».*

**Bruno DESSART**

[b.dessart@legacity.eu](mailto:b.dessart@legacity.eu)

*The information in this material is not exhaustive, nor intended to constitute legal, tax, consulting or other professional advice. The information provided is not intended to be relied upon as the sole basis for any decision which may affect your business or private estate or your clients' business or private estate. Before making any decision or taking any action that might affect your business or private estate, you should consult a qualified professional adviser.*