

## LE RÈGLEMENT (UE) N° 2015/848 DU 20 MAI 2015 : UNE AVANCÉE SIGNIFICATIVE DU DROIT EUROPÉEN DE L'INSOLVABILITÉ

Par Jean-Luc VALLENS

# 106

M E N S U E L

Juillet - Août  
2015

### Éclairages

- 10** Décret n° 2015-545 du 18 mai 2015 pris pour application de l'ordonnance n° 2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés : le droit simplifié ou qui « bavarde » ?  
*Par Georges GAËDE*
- 23** Imprécisions autour de la notion d'information privilégiée : une occasion manquée ?  
*Par Laetitia AVIA*

### Repères

- 37** Titulaire d'un mandat extérieur et bénéficiaire de la protection : une jurisprudence cohérente en cas de transfert d'entreprise  
*Par Sophie SELUSI*
- 46** L'arrêt Gazprom ou quand la montagne accouche d'une souris...  
*Par Maxime BARBA*





Par Laetitia AVIA

Avocat à la Cour  
Cabinet DeprezPerrot

→ RLDA 5659

## Imprécisions autour de la notion d'information privilégiée : une occasion manquée ?

Une information peut être qualifiée de précise, et donc constituer une information privilégiée, quand bien même le détenteur de cette information ne peut anticiper le sens dans lequel cette information serait susceptible de faire évoluer le cours du titre. C'est la réponse apportée par la Cour de justice de l'Union européenne dans son arrêt du 11 mars 2015, jugeant que les articles 1<sup>er</sup> des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE définissant les informations privilégiées « doivent être interprétés en ce sens qu'ils n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis au sens de ces dispositions, qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ».

CJUE, 11 mars 2015, aff. C. 628/13, Jean-Bernard Lafonta c/ Autorité des marchés financiers

1. Le 13 décembre 2010, l'Autorité des marchés financiers (AMF) prononçait une sanction d'un montant de 1,5 million d'euros à l'encontre de la société Wendel et de son ancien dirigeant Jean-Bernard Lafonta. Si la montée au capital de la société Saint-Gobain par Wendel a initié un important contentieux, et une doctrine abondante, visant à déterminer si les conditions de mise en place des contrats de *Total Return Swap* (« TRS ») étaient constitutives d'un abus de marché, un contentieux sous-jacent, mené par Jean-Bernard Lafonta, vient aujourd'hui préciser les contours de l'information privilégiée définie par les articles 1<sup>er</sup> des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE, transposés à l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

2. Entre décembre 2006 et juin 2007, la société Wendel concluait avec les banques HSBC, Deutsche Bank, Société Générale et Natixis des contrats de TRS ayant pour sous-jacent l'action Saint-Gobain et lui conférant une exposition économique à hauteur de 6,3 milliards d'euros, soit 22,5 % du capital de Saint-Gobain. Parallèlement à la conclusion de ces contrats, Wendel obtenait de ces mêmes banques des financements d'un montant avoisinant celui des TRS et qui lui permettaient à terme d'acquiescer directement sur le marché les titres Saint-Gobain. Le 3 septembre 2007, le directoire de Wendel décidait de dénouer progressivement les TRS et d'acquiescer parallèlement sur le marché des titres Saint-Gobain jusqu'à atteindre 21,5 % du capital de la société.

3. Malgré le respect par Wendel de ses obligations d'information – le franchissement des seuils de 5 %, 10 %, 15 % et 20 % ayant

été régulièrement déclaré auprès du régulateur – ce procédé ne manqua pas de susciter l'intérêt de l'AMF qui sanctionna l'opération au moyen de deux griefs (Déc. Comm. sanctions AMF, 13 déc. 2010, Wendel SA, M. Lafonta, Deutsche Bank Paris) :

- d'une part, il fut reproché à Wendel et à son ancien dirigeant de ne pas avoir communiqué au marché, dès la conclusion des TRS, les caractéristiques de l'opération financière qu'elle préparait et qui lui avait permis d'acquiescer une participation significative dans le capital de Saint-Gobain, manquant ainsi aux dispositions de l'article 223-6 du règlement général de l'AMF selon lequel « toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération » ;
- d'autre part, la commission des sanctions considéra que la mise en place de cette opération était caractéristique d'une information privilégiée, laquelle aurait dû être portée à la connaissance du public dès la conclusion des TRS, en application de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF selon lequel « 1. 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 ».



4. C'est sur le second volet de cette sanction, confirmée en appel (CA Paris, pôle 5, ch. 7, 31 mai 2012, n° RG : 2011/05307), que la Cour de justice de l'Union européenne (« CJUE ») a été amenée à se prononcer, sur renvoi préjudiciel de la Cour de cassation.

5. Au moyen de son pourvoi pendant devant la Cour de cassation, Jean-Bernard Lafonta considère que l'opération litigieuse ne répondait pas aux caractéristiques d'une information privilégiée. On rappellera qu'aux termes des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE, une information est privilégiée si elle remplit trois conditions cumulatives et obligatoires : (i) être précise, (ii) ne pas avoir été rendue publique et (iii) être sensible. Selon M. Lafonta, l'information relative aux opérations menées par Wendel ne pouvait être considérée comme privilégiée en ce qu'elle n'était pas précise. Au soutien de sa démonstration, il rappelle la lettre de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF aux termes duquel : « une information est réputée précise [...] 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 ».

6. Or, la particularité de l'opération et les risques qu'elle comportait pour Wendel étaient tels qu'il n'était pas possible d'anticiper la réception par le marché de cette information et déterminer si elle produirait un effet positif ou négatif sur le cours de l'action Wendel. Il soutenait à cet égard que le mécanisme mis en place reposait sur un fort endettement de Wendel, qui aurait pu conduire les investisseurs à vendre leurs titres, mais il constituait également une opportunité économique considérable en cas d'acquisition d'une participation significative au sein du capital de Saint-Gobain. Dès lors, l'information retenue par M. Lafonta pouvait-elle être qualifiée de privilégiée, bien qu'on ne puisse à l'époque en tirer une conséquence quant à l'opportunité d'acheter ou de vendre des titres Wendel sur le fondement de cette information ?

7. La question posée à la Cour de cassation, qui s'est prudemment retranchée derrière la CJUE au moyen d'un renvoi préjudiciel, est en définitive assez simple : une information est-elle précise si on ne peut déterminer dans quel sens elle affectera le marché ? C'est-à-dire, comme le titrait un auteur, si l'on ne sait pas s'il s'agit d'une bonne ou d'une mauvaise nouvelle ? (Menesson N., Information privilégiée : bonne ou mauvaise nouvelle ?, JCP E 2012, 1348).

8. C'est sans grande surprise que la CJUE a répondu positivement à cette question jugeant que les articles 1<sup>er</sup> des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE « doivent être interprétés en ce sens qu'ils n'exigent pas, pour que des informations puissent être considérées comme des informations à caractère précis au sens de ces dispositions, qu'il soit possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ».

9. Cette position rejoint celle exprimée par les États membres consultés (les gouvernements français, tchèque, allemand, italien et polonais ont déposé des observations écrites devant la CJUE) et par l'avocat général Melchior Wathelet, lesquels se sont tous accordés sur le fait qu'il ne fallait pas complexifier davantage la répression des opérations d'initiés en recherchant si le mis en cause pouvait ou non anticiper le sens de variation du cours de bourse, et ce peu important que cette carence puisse nuire aux acteurs des marchés financiers, au premier rang desquels les émetteurs et leurs dirigeants.

## I. – ANTICIPATION DU SENS DE VARIATION DU COURS : CONDITION INTRINSÈQUE OU SUPPLÉMENTAIRE DE L'INFORMATION PRÉCISE ?

10. La position de la CJUE rejoint celle de l'AMF en ce qu'elle considère que rechercher si l'initié pouvait ou non anticiper le sens de variation du cours serait une « exigence [allant] au-delà de la lettre du texte des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE » (Conclusions de l'avocat général, § 14). La définition de l'information précise proposée par M. Lafonta apparaît ici comme la proposition d'un élément de caractérisation supplémentaire de l'information privilégiée : une « exigence » qui ne serait pas prévue par les directives et qu'il ne serait pas opportun d'ajouter au dispositif de contrôle et de répression des opérations d'initiés. Pourtant, et la question préjudicielle de la Cour de cassation le souligne bien, il s'agit ici de rechercher comment « interpréter » les textes européens, et non créer un nouvel élément de droit. L'analyse de la terminologie utilisée dans les textes en jeu remet en cause ce consensus.

11. Selon l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124/CE, définissant l'information privilégiée : « 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 ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».

12. La rédaction utilisée pour faire référence aux potentielles conséquences de l'information retenue sur le cours du titre n'est pas sans incidence et diffère singulièrement de celle utilisée en matière d'information du public sur les opérations financières en cours de préparation. En effet, l'article 223-6 du règlement général de l'AMF utilise une formulation non équivoque et ne posant aucune difficulté d'interprétation quant à l'objectif visé : « Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération ».

13. Ainsi, les articles 621-1 et 223-6 du règlement général de l'AMF évoquent tous deux le rapport entre l'information détenue et la variation du cours du titre, mais dans la seconde hypothèse, la rédaction est purement objective et inclut toute opération financière pouvant affecter significativement le cours d'un titre, à la hausse comme à la baisse, sans que cela ne puisse avoir une incidence sur la caractérisation du manquement. En revanche, en matière d'information privilégiée, le texte induit un processus d'appréciation de l'effet sur le cours du titre : il faut que l'on puisse « tirer une conclusion quant à l'effet possible sur le cours » de cette information. L'expression au cœur de cette proposition – « tirer une conclusion » – semble valider l'argumentation développée par M. Lafonta. En effet, comment peut-on tirer une conclusion, c'est-à-dire déterminer des conséquences ou anticiper un effet, sans savoir si cet effet sera positif ou négatif ? La sémantique de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124/CE fait donc de l'appréciation par l'initié ou le marché du sens de variation du cours après publication de l'information une condition intrinsèque de la définition de l'information précise (voir, notamment en ce sens, Mennesson N., *op.cit.* ; Dompé M.-N. et Mennesson N., Franchissements de seuils et abus de marché, RD bancaire et fin. 2013, n° 2, p. 94 ; Bonneau Th., L'information n'est-elle précise que s'il est possible de déter-



miner le sens, à la hausse ou à la baisse, de la variation sur le cours du titre ? Bull. Joly Bourse 2014, p. 15 ; Gaudemet A., Information privilégiée : le sens de la variation du cours des instruments financiers concernés importe-t-il ?, RD bancaire et fin. 2014, n° 1, p. 65).

14. Une solution analogue découle de l'analyse des recommandations émises en 2007 par le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (« CERVM »). Aux termes de l'article 1.8 de la recommandation 06/562b sur la directive abus de marché, le CERVM considère qu'une information peut être précise, et donc susceptible d'être qualifiée d'information privilégiée dans deux hypothèses, dont une retiendra notre attention : « Lorsque l'information permet à un investisseur raisonnable de prendre une décision d'investissement sans risque financier, ou avec un risque financier très faible – c'est-à-dire que l'investisseur est capable d'évaluer avec certitude comment l'information, une fois connue du public, affectera le cours de l'instrument en question et des instruments financiers dérivés qui lui sont liés » (Recomm. CERVM, 12 juill. 2007, CESR/06-562b, § 1.8).

15. « Comment affecter le cours » souffre la même analyse que « tirer une conclusion » et place la capacité d'appréciation et d'anticipation de celui qui analyse l'information, initié ou investisseur raisonnable, au cœur de la définition de l'information précise. Ici encore, la rédaction choisie par le CERVM suggère une volonté de n'intégrer dans le champ de l'information précise que des informations permettant à l'investisseur d'anticiper la façon dont le marché sera affecté une fois qu'elles seront rendues publiques et de rejeter les informations vierges d'indications sur la variation du cours du titre.

16. L'appréciation du sens de variation du cours apparaît d'ailleurs d'autant plus utile à la caractérisation de l'information privilégiée que la commission des sanctions a tendance à faire état du sens dans lequel le cours a varié – à la hausse ou à la baisse – lorsqu'elle qualifie une information privilégiée. Ainsi, sur les 16 décisions rendues au cours des deux dernières années en la matière, 13 font référence au sens de variation du cours dans la caractérisation du manquement (à titre d'exemple, « s'agissant d'un projet d'offre publique, il était possible pour son détenteur d'en tirer une conclusion quant à l'effet positif possible qui pourraient en résulter sur le cours » : Déc. Comm. sanctions AMF, 16 mai 2014, MM. Raad, Rosier, Benhamron, Xander).

## II. – INFORMATION PRIVILÉGIÉE : QUELLE DÉFINITION POUR QUELLE PROTECTION DU MARCHÉ ?

17. Selon la CJUE « 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 » (§ 36). On comprenait déjà des conclusions de l'avocat général que l'analyse proposée par M. Lafonta emportait le risque de limiter l'étendue d'un texte qui se voudrait de portée large, voire de le vider de sa substance (Conclusions de l'avocat général, § 39 : « je considère en outre que, au vu de la difficulté dans de très nombreux cas d'apprécier ex ante si une information peut provoquer une hausse ou une baisse des cours des instruments financiers concernés, la délimitation de la portée de la notion d'une information 'à caractère précis' aux seules informations qui permettent d'anticiper le sens d'une variation du cours de ces instruments aboutirait à vider

les directives 2003/6 et 2003/124 de presque toute leur substance. Ce serait inviter à une communication sélective des informations par les émetteurs en contradiction avec les objectifs de la directive 2003/6 »).

18. Délimiter les contours de l'information privilégiée peut en effet permettre à certains comportements d'échapper à la sanction du régulateur, en particulier en matière d'opérations d'initiés. Mais ce raisonnement a pour défaut, d'une part, de substituer à la rigueur de la règle de droit, l'efficacité des mécanismes de contrôle et de répression, et, d'autre part, de prôner l'extension *in concreto* du champ d'application d'une règle répressive qui se veut pourtant d'interprétation stricte (voir Cons. const., 28 juill. 1989, n° 89-260 DC rappelant que le principe d'interprétation stricte de la norme répressive s'applique également aux décisions administratives).

19. Outre la sémantique des dispositions régissant et définissant l'information privilégiée, la finalité de celles-ci, rappelée notamment dans les considérants des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE, met à mal cette position. Ainsi :

- « la législation visant à lutter contre les opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif : **assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés** » (Dir. PE et Cons. CE 2003/6, 3 déc. 2002, consid. 12) ;
- concernant la définition des caractères précis et sensibles de l'information privilégiée, les directives rappellent 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** » (Dir. Comm. CE 2003/124, 22 déc. 2003, consid. 3) ;
- la communication en temps voulu des informations privilégiées a pour objectif de « **garantir aux investisseurs l'égalité d'accès à ces informations au niveau communautaire et de prévenir les opérations d'initiés** » (Dir. Comm. CE 2003/124, 22 déc. 2003, consid. 4) ;
- les directives autorisent de différer la publication d'informations privilégiées et de les maintenir confidentielles sous réserve de protéger les investisseurs en empêchant les opérations d'initiés (Dir. Comm. CE 2003/124, 22 déc. 2003, consid. 5).

20. L'objet de la réglementation de l'information privilégiée est avant tout la protection du marché, de son intégrité et de ses acteurs. Cette protection est garante de la confiance des investisseurs envers les marchés financiers. Elle s'opère via une « **définition plus fine** » et non « **générale et inclusive** » (Conclusions de l'avocat général, § 26 et § 36) des éléments constitutifs d'un abus de marché, afin de garantir une meilleure sécurité juridique. Surtout, la protection des investisseurs en présence d'une information privilégiée répond à un but ultime : prévenir les opérations d'initiés. Ainsi, sanctionner la détention d'une information n'impliquant pas de rupture d'égalité entre les investisseurs ne répond pas aux objectifs des directives européennes (cette solution a notamment été rappelée par la CJUE dans son arrêt Spector : CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, § 61 et 62). Tant le juge français que le juge européen échouent à démontrer en quoi l'information détenue par M. Lafonta aurait porté atteinte à l'intégrité du marché entre le 3 septembre 2007 – date à laquelle l'information serait devenue privilégiée – et le 26 septembre 2007 – date de déclaration du premier franchissement de seuil à 5 % du capital. Le scénario aurait été bien différent si cette information avait été



utilisée par son détenteur, c'est-à-dire en présence d'une opération d'initié telle que visée par les directives européennes. De même, la solution aurait été pertinente s'il y avait eu une perte d'opportunité pour un investisseur, ce qui suppose que l'information retenue eut permis à cet investisseur d'en tirer une conclusion quant à l'évolution à la hausse ou à la baisse du titre Wendel, de sorte à prendre une décision d'achat, vente ou abstention en conséquence. Mais dans l'hypothèse soumise à l'appréciation des juges, où l'information détenue par M. Lafonta ne créait pas de rupture entre les investisseurs, l'application étendue de l'article 1<sup>er</sup> des directives 2003/6/CE et 2003/124/CE transposées à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF outrepassa la finalité de la réglementation.

21. Partant de ce constat, il convient de s'interroger sur l'opportunité d'édicter des définitions se rapprochant davantage de l'objectif poursuivi. Dans l'affaire *Lafonta*, la difficulté réside dans le renvoi fait par l'article 223-2 du règlement général de l'AMF à l'information privilégiée définie à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF : « 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 ».

22. Ainsi, la définition de l'information privilégiée, notion qui ne peut être distinguée de celle d'« opération d'initié » risque d'être dénaturée et utilisée hors de son environnement de prédilection lorsqu'elle vient en application de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF. Cette disposition a en effet une portée autre que l'appréhension des opérations d'initiés et vise surtout la bonne information du marché, laquelle peut être retardée dans l'intérêt légitime de l'émetteur, notamment pour favoriser le déroulement des opérations financières en jeu. C'est pourquoi le renvoi de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF à la définition de l'information privilégiée telle qu'elle ressort de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF crée un décalage entre le texte sur le fondement duquel la sanction est prononcée et la finalité poursuivie.

23. À cet égard, la cour d'appel a considéré dans son arrêt du 31 mai 2012 qu'« il convient de se référer purement et simplement à la définition d'une [information privilégiée] 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 » (CA Paris, pôle 5, ch. 7, 31 mai 2012, n° RG : 2011/05307).

24. Il eut été aventureux pour le juge français d'aboutir à une autre conclusion, qui aurait supposé qu'il outrepassât sa mission d'interprète de la loi pour créer une nouvelle règle de droit. Les directives abus de marché et l'article 223-2 du règlement général de l'AMF sont aujourd'hui non équivoques quant au renvoi vers la définition de l'information privilégiée. Mais c'est peut-être dans la suppression du renvoi à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF que réside la solution à cette divergence dans l'appréciation d'une information lorsqu'il s'agit de sanctionner une opération d'initié ou de s'assurer une bonne information du public.

25. C'est au législateur européen qu'il revient d'adapter le texte afin qu'une interprétation différente de l'information privilégiée, voire une nouvelle définition de celle-ci, puisse prévaloir lorsqu'il s'agit de contrôler l'information permanente des émetteurs. Cela ne semble toutefois pas d'actualité puisque le nouveau règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché du 16 avril 2014, qui abroge la

directive 2003/6/CE, n'apporte aucune modification sur ce point et n'éclaircit pas davantage la définition de l'information privilégiée.

26. Enfin, on ne peut nier l'immobilisme qui semble prévaloir lorsqu'il est question d'évolution des mécanismes de contrôle et de sanction sur les marchés financiers. C'est finalement autour d'une certaine appréhension à confronter des situations complexes que le consensus s'est créé dans l'affaire *Lafonta*. L'arrêt de la CJUE tout comme les conclusions de l'avocat général sont édifiants sur ce point et ne manquent pas de justifier leur position par « la complexité accrue des marchés financiers » (§ 36). On évoque la difficulté supplémentaire qu'entraînerait l'obligation pour l'AMF, de vérifier si le mis en cause pouvait ou non anticiper le sens de variation du cours à l'aune de l'information non divulguée. L'avocat général souligne par ailleurs « la difficulté dans de très nombreux cas d'apprécier ex ante si une information peut provoquer une hausse ou une baisse des cours des instruments financiers concernés » (Conclusions de l'avocat général, § 39) sous-entendant par là que c'est en pratique via une analyse ex-post que le régulateur va qualifier l'effet de l'information sur le cours. Or, la complexité dans la caractérisation d'un manquement boursier n'est-elle pas, elle aussi, garante de la sécurité juridique et de la protection des acteurs des marchés ? En tout état de cause, elle ne saurait justifier une application élargie, voire accommodante, de la règle répressive.

### III. – PRÉCISION ET SENSIBILITÉ DE L'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

27. Enfin, on ne peut étudier la définition de l'information précise sans aborder la troisième composante de l'information privilégiée, à savoir le caractère sensible de l'information.

28. Aux termes de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, de la directive 2003/124/CE, est sensible « une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement ». Cette définition étant particulièrement proche de celle de l'information précise, la distinction entre ces deux caractéristiques peut être interprétée à la lumière, quelque peu tamisée, du considérant 3 de cette même directive, ayant pour but affiché de simplifier la compréhension par les acteurs du marché des composantes de l'information privilégiée : « La sécurité juridique devrait être renforcée pour les participants au marché grâce à une définition plus fine de deux des éléments essentiels de la définition de l'information privilégiée, à savoir le caractère précis de cette information et l'ampleur de son impact potentiel sur les cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».

29. Le caractère sensible correspondrait donc à « l'ampleur de [l'] impact potentiel [d'une information privilégiée] sur les cours des instruments financiers », et se distinguerait ainsi du caractère précis, dont la définition n'est pas plus explicitée dans la directive si ce n'est pour indiquer qu'une information précise :

- « 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
- « 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 instru-



*ments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés ».*

30. Il résulte de ces errements du législateur européen une confusion généralisée autour des notions d'information précise et sensible – ce d'autant plus que la CJUE a confirmé dans son arrêt *Geltl* que ces deux notions étaient indépendantes juridiquement et toutes deux nécessaires à la caractérisation d'une information privilégiée, sans pour autant mettre un terme au débat en leur apportant une définition claire non équivoque (CJUE, 28 juin 2012, aff. C-19/11, *Markus Geltl c/ Daimler AG*). Par conséquent, côté régulateur, on constate une application aléatoire des critères relatifs à la précision et à la sensibilité de l'information – voire l'absence de toute tentative de distinguer ces deux notions aux travers de décisions abordant les effets de l'information sur le cours de bourse de manière globale et indifférenciée. Côté doctrine, on multiplie les tentatives d'explicitation des directives européennes, sans qu'une position ne fasse toutefois l'unanimité.

31. Selon M. Lafonta, l'information précise serait celle à partir de laquelle on pourrait déduire une information qualitative quant au sens de variation du cours une fois l'information rendue publique. L'information sensible aurait quant à elle un aspect quantitatif et permettrait d'apprécier l'ampleur de la variation du cours, c'est à dire de déterminer si l'effet sur les marchés financiers sera ou non significatif suite à la publication de l'information. Cette approche rejoint en certains aspects celle d'autres auteurs (voir, notamment, Gaudemet A., *op. cit.* ou Bonneau Th., *op. cit.*), qui, sans pour autant aller jusqu'à confirmer cette *summa divisio*, considèrent que (i) la précision de l'information implique une analyse qualitative reposant sur des caractères objectifs et sur la nature même de l'information tandis que (ii) la sensibilité induit une approche quantitative, la magnitude de l'information, toutefois empreinte d'éléments extérieurs – tels que l'activité de l'émetteur, la

source de l'information ou encore l'évolution du titre – sur le fondement desquels l'investisseur raisonnable prendra sa décision d'investissement. C'est ainsi que, dans sa décision du 13 décembre 2010, la commission des sanctions caractérisait la sensibilité de l'information détenue par M. Lafonta à l'aune des « enjeux de l'opération pour *Wendel* », intégrant de ce fait des éléments extérieurs à l'information pour qualifier la sensibilité de l'information privilégiée.

32. *In fine*, on pourrait considérer que l'information précise est celle qui repose sur les seules caractéristiques intrinsèques de l'information en cause, à l'exclusion de tout élément extérieur à celle-ci, et qui permettent de déterminer si l'information est de nature à affecter le cours de bourse. Le caractère sensible de l'information s'apprécierait en revanche du point de vue de l'investisseur raisonnable, conjuguant les informations contextuelles, structurelles ou financières en la possession de l'investisseur, lesquelles concourent, avec l'information en cause, à une décision d'investissement et donc à une évolution du cours de bourse.

33. La CJUE reste silencieuse sur ce point, laissant le débat doctrinal en l'état et les acteurs du marché dans l'incertitude. Il n'est toutefois pas surprenant que la CJUE n'ait pas consacré l'argumentation de M. Lafonta. Ce faisant, elle se serait substituée au législateur européen, lequel échoue à définir l'élément au cœur de la lutte contre les abus de marchés : l'information privilégiée. En tout état de cause, il faut reconnaître que l'interprétation proposée par M. Lafonta avait pour avantage d'apporter une définition claire des éléments constitutifs de l'information privilégiée. En cela, elle constituait une option « séduisante » (pour reprendre la formulation de Gaudemet A., *op. cit.*) permettant de pallier les carences du législateur et d'apporter plus de cohérence et de rigueur dans la sanction des opérations d'initiés. Une occasion manquée ? ■

## ↳ DROIT DU FINANCEMENT

Par Victoria MAURIÈS

Secrétaire générale de la Rédaction  
Le Lamy droit du financement

### CRÉDITS ET GARANTIES

→ RLDA 5660

## Précisions sur la répartition du prix de vente entre créanciers hypothécaires

**Il résulte de l'application combinée des articles 2285 et 2425, alinéa 4, du code civil que, dans le cas où deux inscriptions hypothécaires, prises le même jour sur un même immeuble, viennent en concurrence et où les biens du débiteur sont insuffisants pour remplir**

### leurs titulaires de leurs droits, la répartition des deniers du débiteur se fait par contribution.

Cass. com., 5 mai 2015, n° 14-17.941, P+B

Pour rappel, en vertu de l'article 2285 du code civil, « les biens du débiteur sont le gage commun de ses créanciers ; et le prix s'en distribue entre eux par contribution, à moins qu'il n'y ait entre les créanciers des causes légitimes de préférence ».

L'article 2425, alinéa 4, du code civil, prévoit de son côté que « si plusieurs inscriptions sont prises le même jour relativement au même immeuble, soit en vertu de titres prévus au deuxième alinéa mais portant la même date, soit au profit de requérants titulaires du privilège et des hypothèques visés par le troisième alinéa, les inscriptions viennent en concurrence quel que soit l'ordre du registre susvisé ».