

de l'information privilégiée en raison de liens d'amitié entre le fils de M. X et le fils d'une personne inscrite sur la liste d'initiés de la banque, et celui tiré de la participation du fils au financement de l'acquisition. Mais elle en avait écarté d'autres pour considérer « au total, que le rapprochement des éléments venant à l'appui de la notification de grief ne permet pas en l'état du dossier de conclure que seule la détention de l'information privilégiée relative à l'opération de rachat des CCI par la CRCAM Aquitaine peut expliquer l'achat de titres auquel M. X. a procédé ».

Au plan méthodologique, la cour d'appel commence par reprendre la formule désormais classique en la matière : « à défaut de preuve matérielle, la détention d'une information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices concordants, desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé, sans que l'AMF n'ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée ». Conformément aux exigences de la Cour de cassation, elle examine ensuite chacun des indices réunis ou au contraire écartés par l'AMF et précise en quoi la plupart de ces indices sont, selon elle, dépourvus d'équivoque.

Les magistrats parisiens suivent la Commission des sanctions sur les indices qu'elle a retenus. Ils considèrent ainsi qu'un possible circuit de transmission de l'information est démontré, tout en précisant que le fait qu'aucun grief n'ait été notifié au fils n'est pas de nature à relativiser la portée de cet indice. Il en va de même de l'indice tiré du rôle du fils dans le financement de l'acquisition, à hauteur de 35 000 euros. Les explications fluctuantes avancées sur ce point par les intéressés n'emportent pas la conviction des juges du fond, qui approuvent la Commission des sanctions d'avoir considéré que le fils doit être regardé comme ayant participé financièrement à l'acquisition dès lors qu'il a participé au bénéfice retiré de cette opération, peu important qu'il n'ait pas été lui-même poursuivi²⁷. Ils approuvent également la Commission d'avoir écarté l'indice tenant au montant de l'investissement : si le montant de l'acquisition était élevé par rapport aux revenus annuels de l'intéressé, il « est resté modeste au regard de la somme qu'il aurait pu mobiliser dans la perspective d'un rachat des titres imminent » étant donné qu'à l'époque il disposait d'une somme importante provenant de la vente de sa résidence principale, dans l'attente de l'achat de sa nouvelle résidence.

La cour d'appel infirme en revanche le raisonnement qui a conduit la Commission des sanctions à écarter les autres indices. Elle estime tout d'abord que c'est à tort que la Commission a écarté l'indice tiré de la concordance de calendrier entre la réalisation du projet de rachat des CCI par la banque et l'investissement litigieux : si l'ouverture du compte titres peut s'expliquer par la réception des fonds provenant de la vente de la résidence principale, sa clôture quelques jours seulement après la perception des fonds issus de la vente des CCI ne reçoit pas d'explication convaincante. Il en va de même pour les indices tirés du caractère exceptionnel et de l'absence de justification crédible de l'opération. Celle-ci présentait un caractère excep-

tionnel au regard des habitudes d'investissement de M. X, qui n'avait pas de connaissance particulière en matière boursière et n'avait précédemment jamais investi sur une valeur mobilière. En outre, sa conseillère bancaire l'avait mis en garde contre les risques liés à un investissement sur un seul titre, peu connu et peu liquide. Le motif retenu par la Commission des sanctions, selon lequel les CCI de la banque pouvaient présenter un caractère de proximité et de sécurité aux yeux de M. X qui en était client depuis de nombreuses années, est écarté par la cour d'appel.

Celle-ci considère qu'en définitive, les éléments retenus constituent un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée relative au projet de rachat de ses CCI par la banque peut expliquer l'acquisition desdits CCI par M. X. Elle réforme en conséquence la décision de la Commission, et prononce une sanction de 70 000 euros. Pour fixer ce montant relativement modéré (il est légèrement supérieur à celui des profits réalisés), les magistrats tiennent compte du fait que M. X. est un particulier agissant pour la première fois sur les marchés financiers et qu'il a commis un manquement « certes grave, mais isolé », et prennent également en considération son assise financière et sa capacité contributive²⁸.

A.-C. R.

Manquement d'initié – Définition de l'information privilégiée – Information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours – Sens de l'influence sur le cours de Bourse ? – Question préjudicielle – Renvoi à la CJUE.

Des informations ne peuvent-elles être considérées comme précises au sens de la directive Abus de marché que s'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 ?

Cass. com., 26 novembre 2013, n° 12-21361, FS-P+B, J.-B. Lafonta c/ AMF.

Une information n'est-elle précise, et donc potentiellement privilégiée, que si l'on sait dans quel sens elle fera varier le cours du titre concerné ? Telle est en substance la question transmise à la CJUE par la chambre commerciale de la Cour de cassation²⁹ à la suite du pourvoi formé par le président du directoire de Wendel à l'encontre de l'arrêt de la cour d'appel de Paris³⁰ confirmant la sanction prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF³¹.

28. Rapp., préconisant la prise en compte de ce critère : « Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel », AMF, oct. 2013, spéc. p. 20 : Banque et Droit n° 152, nov.-déc. 2013, cette chronique, p. 32, obs. J.-P. Bornet.

29. BJB n° 1, janv. 2014, § 11025, p. 15, note Th. Bonneau.

30. CA Paris, pôle 5, ch. 5-7, 31 mai 2012, n° 2011/05307 : Banque et Droit n° 144, juill.-août 2012, cette chronique, p. 25 ; Rev. sociétés 2012, p. 586, note H. Le Nabasque ; JCP E 2012, 1487, note P. Pailler ; RDBF 2012, comm. 170, note A. Gaudemet.

31. AMF, Sanct. Plén., 13 décembre 2010 (SAN-2011-02), Wendel SA, Deutsche

27. Sur ce point, v. les observations de J.-J. Daigre, préc.

Les faits à l'origine de cette sanction sont bien connus. Ils se rapportent à la prise de participation de Wendel dans le capital de Saint-Gobain grâce à la conclusion avec plusieurs banques de *total return swaps* (TRS) portant sur plus de 20 % du capital de Saint-Gobain. Les banques, ayant acquis les actions Saint-Gobain pour se couvrir, cherchèrent à les revendre sur le marché lors du dénouement des TRS, ce qui permit à Wendel, qui avait réuni les moyens de financement nécessaire, de les acquérir. Les banques, étant chacune en dessous des seuils légaux, n'eurent pas à déclarer de franchissements de seuils, tandis que Wendel, qui n'avait au départ qu'une exposition économique sur les titres, n'était pas davantage tenue de procéder à une telle déclaration selon la législation en vigueur à l'époque. On sait comment la Commission des sanctions de l'AMF mobilisa une notion et un texte jusque-là inutilisés pour soumettre ces opérations à l'obligation d'information du public nonobstant l'absence d'obligation de déclaration de franchissement de seuil³². Wendel et son dirigeant furent sanctionnés pour avoir manqué aux dispositions de l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, qui imposent à toute personne d'informer le public de la préparation de certaines opérations financières, ainsi qu'à celles de l'article 223-2, qui imposent à tout émetteur de porter à la connaissance du public toute information privilégiée le concernant.

À l'appui du pourvoi sont soulevés d'intéressants moyens de procédure (est notamment discutée la régularité du dépôt par le représentant du Collège d'observations écrites au moment même de l'audience, sans communication préalable aux personnes poursuivies) et de fond (l'application inédite des dispositions de l'article 223-6 du RG AMF par la Commission des sanctions et la cour d'appel de Paris est ainsi contestée au regard du principe de légalité des délits et des peines). Mais c'est la dernière branche du dernier moyen qui retient l'attention de la Cour de cassation, et la conduit à transmettre une question préjudicielle à la CJUE.

Les dispositions en cause sont celles de la directive Abus de marché³³ et de sa directive d'application³⁴, reprises à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Le premier alinéa de cet article, transposant l'article 1^{er}, 1) de la directive Abus de marché, définit l'information privilégiée comme « 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 instru-

ments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés ». Les deux alinéas suivants reprennent les précisions apportées par la directive d'application. Le deuxième alinéa explicite la notion d'information précise, et le troisième, celle d'influence sensible sur le cours. Or la notion d'information précise est définie par rapport à son effet possible sur le cours : une information est 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 (leur) effet possible sur le cours des instruments financiers concernés ». Cette référence à l'effet possible sur le cours ne fait-elle pas double emploi avec le critère de l'influence sensible sur le cours ? Comment interpréter le critère de l'effet sur le cours (composante de la condition de précision), pour qu'il soit véritablement distinct de celui de l'influence sensible sur le cours (élément de l'information privilégiée à côté de la condition de précision) ?

Selon une première lecture, qui est celle mise en avant par le pourvoi, le critère de l'effet sur le cours pose une exigence supplémentaire, celle de la nature de l'effet sur le cours, c'est-à-dire du sens de la variation du cours³⁵. Une information ne serait donc précise que si elle permet à celui qui la détient d'anticiper dans quel sens le cours du titre de l'émetteur concerné variera lorsque cette information sera rendue publique. L'idée, développée par le pourvoi, étant que « seule une information permettant de prévoir si le cours du titre concerné va monter ou descendre permet à celui qui la détient de savoir s'il doit acheter ou vendre et, par conséquent, lui procure un avantage par rapport aux autres intervenants sur le marché ». Cette idée est séduisante, mais une autre lecture est possible. Comme cela a été démontré, « la sensibilité est envisagée par la Directive Abus de marché de manière quantitative et non plus qualitative. Il ne suffit pas que l'information soit de nature à affecter le cours, mais qu'elle soit susceptible de l'affecter sensiblement, ce que le CESR appelle le « test de l'effet significatif sur le cours »³⁶. Dès lors, l'effet sur le cours ne vise-t-il pas tout simplement l'existence même de cet effet, indépendamment de son sens, lequel n'est pas évoqué par les directives, et indépendamment de son ampleur, à laquelle renvoie la notion d'effet « sensible » sur le cours³⁷ ? Telle est l'interprétation préconisée par l'AMF, reposant sur une vérification en deux étapes du caractère privilégié de l'information : « l'exigence d'un effet potentiel de l'événement sur le cours permet d'écarter dès la première étape de cette double vérification une information si peu précise qu'elle ne permettrait pas de conclure que sa révélation pourrait avoir un quelconque effet sur le cours du titre, cette condition étant logiquement préalable à celle qui permet d'écarter une information qui, pour être précise, ne serait pas de celles susceptibles d'être

Bank et Lafonta : Banque et Droit n° 136, mars-avril 2011, cette chronique, p. 46 ; BJB n° 4, avril 2011, § 112, p. 257, note Th. Bonneau ; *Dr sociétés* 2011, comm. 114, note R. Mortier ; RDBF 2011, comm. 74, note S. Torck ; D. 2011, p. 855, note A. Gaudemet ; *Rev. sociétés* 2011, p. 212, note H. Le Nabasque.

32. V. également Sanct. AMF 25 juin 2013, LVMH : Banque et Droit n° 151, sept.-oct. 2013, cette chronique, p. 28 ; JCP éd. E, n° 37, 2013, p. 1503, note P. Pailler ; RDBF sept.-oct. 2013, comm. 176, note A. Gaudemet ; BJB oct. 2013, § 110, p. 4, p. 471, note D. Schmidt. V. également D. 2010, p. 2640, A. Gaudemet ; BJB n° 9, sept. 2013, § 110ko, p. 439, S. Gueguen, O. Ramond et A. Ranouard.

33. Dir. 2003/6/CE.

34. Dir. 2003/124/CE, art. 1^{er}, § 1 et 2.

35. V. également N. Mennesson, « Information privilégiée : bonne ou mauvaise nouvelle ? », JCP éd. E, n° 22, 2012, 1348. Comp. Th. Bonneau, note préc. sous le présent arrêt.

36. F. Drummond, « Le manquement d'initié : données récentes », Table ronde n° 2, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats, lundi 18 octobre 2010, spéc. p. 3.

37. V. dir. 2003/124, cons. 3.

prises en compte par un investisseur raisonnable comme fondement d'une décision d'investissement ».

Une piste de réflexion est offerte par l'arrêt *Spector*, dans lequel la CJUE a jugé que la répression des opérations d'initiés doit être appréhendée « à la lumière de la finalité de (la) directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle repose, notamment, sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation induite d'informations privilégiées »³⁸. Il en résulte que l'autorité de poursuite n'a pas à établir que c'est sur la base de l'information litigieuse que l'opération a été effectuée, puisque la CJUE admet que le fait qu'un initié primaire qui détient une information privilégiée effectue une opération sur les instruments financiers concernés « implique que cette personne « a utilisé cette information » »³⁹. Mais, d'un autre côté, il ne s'agit que d'une présomption simple, et la Cour de Justice subordonne en outre la sanction à la preuve par l'autorité de poursuite du caractère indu de l'utilisation de l'information privilégiée⁴⁰. N'est-ce pas plutôt à ce stade que le sens de l'effet sur le cours devrait être pris en compte, s'il a lieu de l'être? L'incertitude sur le sens de l'effet sur le cours pourrait soit conduire à écarter le caractère indu de l'utilisation de l'information, faute pour l'initié d'en avoir retiré un avantage économique, soit permettre à l'initié d'établir qu'il n'a pas utilisé l'information. Mais même à ce stade, la notion du sens de l'effet sur le cours doit être maniée avec précaution. Seule la certitude qu'un événement fera varier le cours à la hausse ou à la baisse procure-t-elle au détenteur de l'information un avantage indu par rapport aux autres investisseurs? S'il est évident que certains événements sont de nature à faire varier le cours dans un sens plutôt que dans un autre, le sens de l'effet sur le cours peut dans d'autres cas être bien difficile à prévoir, et donner lieu à des anticipations divergentes. L'initié qui détient une information sur un événement, sans pouvoir être sûr du sens de la variation du cours qui pourrait en résulter, et qui, faisant le pari que la variation se fera dans un sens, effectue une opération en conséquence, n'est-il pas tout de même avantagé par rapport aux autres, parce qu'il est à même de mener une analyse et de faire un pari en connaissance de cause, alors que les autres investisseurs agissent dans l'ignorance complète de l'événement en question?

Si le sens de l'effet possible de l'information sur le cours doit être pris en compte, cela soulève encore une autre question. Sa détermination doit-elle être appréciée de manière subjective, dans la personne du détenteur de l'information, ou bien de manière objective, en se demandant si le marché, autrement dit un investisseur raisonnable, aurait tiré de l'information litigieuse une conclusion sur

le sens de la variation du cours⁴¹? Le pourvoi, arguant que l'information n'est précise que si elle permet « à celui qui la détient » d'anticiper le sens de la variation du cours, s'inscrit dans une approche subjective. La question formulée par la Cour de cassation, demandant si l'information précise est seulement celle « dont il est possible de déduire » que son influence potentielle sur le cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, est en revanche neutre de ce point de vue. L'approche objective semble plus proche de la finalité de la directive⁴², et est certainement mieux à même de favoriser la répression des abus de marché, mais il faut espérer que la CJUE apportera des précisions sur ce point.

A.-C. R.

AMF – Changement dans la composition de la Commission des sanctions – Défaut de notification du changement à la personne poursuivie – Annulation de la décision.

Toute modification de la composition de la Commission des sanctions doit être notifiée aux personnes mises en cause, même si le nouveau membre désigné faisait partie de la composition initialement notifiée, dès lors qu'une première modification a été notifiée entre-temps. Le défaut d'accomplissement de ces formalités empêche les personnes poursuivies d'exercer leur droit fondamental de récusation.

Paris, Pôle 5 ch. 7, 24 octobre 2013, n° 2012/14904, CIF et Coudrée Capital Management c/ AMF.

Une annulation qui s'imposait, mais qui aurait pu être aisément évitée : tel est le sentiment à la lecture de l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 24 octobre 2013⁴³. Les magistrats parisiens y annulent une décision par laquelle la Commission des sanctions de l'AMF a, le 16 février 2012⁴⁴, sanctionné des sociétés de gestion de droit étranger pour non-respect du délai de livraison de 3 jours.

Les sociétés sanctionnées avaient effectué des opérations à découvert, lesquelles, dans le contexte de crise financière, avaient été à l'origine de suspens de règlement-livraison. Plus précisément, elles avaient, dans le cadre d'une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription (DPS) réalisée par la banque Natixis en septembre 2008, acheté des DPS sur les titres à émettre tout en vendant à découvert les actions existantes grâce à des emprunts de titres, afin de tirer profit de l'arbitrage sur les titres de l'émetteur. Les ventes à découvert portaient sur des volumes importants (environ 4 millions de titres chacune pour les deux sociétés faisant appel) et

38. CJUE, 23 décembre 2009, C-45/08, *Spector Photo Group NV* : Banque et Droit n° 129, janv.-fév. 2010, cette chronique, p. 27 ; v. également F. Drummond, op. cit., p. 11.

39. Rapp. Résolution législative du Parlement européen du 10 septembre 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (T7-0342/2013), cons. 16 sexies.

40. CJUE 23 décembre 2009, préc., § 46 et s.

41. V., au sujet de l'effet possible sur le cours, F. Drummond, préc., p. 2.

42. En ce sens : F. Drummond, op. cit., p. 2 ; Th. Bonneau, note préc. sous le présent arrêt.

43. BJB n° 12, déc. 2013, § 110v8, p. 571, note J.-J. Daigre ; P. Pailler, note à paraître à la RBBF.

44. Banque et Droit n° 145, sept.-oct. 2012, cette chronique, p. 34 ; BJB n° 9, sept. 2012, § 149, p. 359, note S. Dussart.