

## ARRÊT DE LA COUR (deuxième chambre)

28 juin 2012 (\*)

«Directives 2003/6/CE et 2003/124/CE – Information privilégiée – Notion d’‘information à caractère précis’ – Étapes intermédiaires d’un processus étalé dans le temps – Mention d’un ensemble de circonstances ou d’un événement dont on peut raisonnablement penser qu’il existera ou se produira – Interprétation des termes ‘peut raisonnablement penser’ – Publication d’informations relatives au changement d’un dirigeant d’une société»

Dans l’affaire C-19/11,

ayant pour objet une demande de décision préjudicielle au titre de l’article 267 TFUE, introduite par le Bundesgerichtshof (Allemagne), par décision du 22 novembre 2010, parvenue à la Cour le 14 janvier 2011, dans la procédure

**Markus Geltl**

contre

**Daimler AG,**

en présence de:

**Lothar Meier e.a.,**

LA COUR (deuxième chambre),

composée de M. J. N. Cunha Rodrigues, président de chambre, MM. U. Löhmus (rapporteur), A. Rosas, A. Ó Caoimh et C. G. Fernlund, juges,

avocat général: M. P. Mengozzi,

greffier: M<sup>me</sup> A. Impellizzeri, administrateur,

vu la procédure écrite et à la suite de l’audience du 2 février 2012,

considérant les observations présentées:

- pour M. Geltl, par M<sup>e</sup> R. Lindner, Rechtsanwalt,
- pour Daimler AG, par M<sup>es</sup> M. Sustmann et R. Schmidt-Bendum, Rechtsanwälte,
- pour M. Meier, par M<sup>e</sup> H. Schmidt, Rechtsanwalt,
- pour M<sup>me</sup> Endruweit e.a., par M<sup>e</sup> R. Lindner,
- pour le gouvernement belge, par M<sup>me</sup> M. Jacobs et M. J.-C. Halleux, en qualité d’agents,
- pour le gouvernement tchèque, par MM. M. Smolek et D. Hadroušek, en qualité d’agents,

- pour le gouvernement estonien, par M<sup>me</sup> M. Linntam, en qualité d'agent,
- pour le gouvernement italien, par M<sup>me</sup> G. Palmieri, en qualité d'agent, assistée de M<sup>me</sup> M. Russo, avvocato dello Stato,
- pour le gouvernement portugais, par MM. L. Inez Fernandes et F. Matias Santos, en qualité d'agents,
- pour le gouvernement du Royaume-Uni, par M. S. Hathaway, en qualité d'agent, assisté de M. A. Henshaw, barrister,
- pour la Commission européenne, par M. G. Braun et M<sup>me</sup> R. Vasileva, en qualité d'agents,

ayant entendu l'avocat général en ses conclusions à l'audience du 21 mars 2012,

rend le présent

### Arrêt

- 1 La demande de décision préjudicielle porte sur l'interprétation de l'article 1<sup>er</sup>, 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) (JO L 96, p. 16), ainsi que de l'article 1<sup>er</sup>, 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 (JO L 339, p. 70).
- 2 Cette demande a été présentée dans le cadre d'un litige opposant M. G. Gelb à Daimler AG (ci-après «Daimler») au sujet du préjudice qu'il soutient avoir subi du fait de la publication prétendument tardive par cette société d'informations relatives au départ anticipé du président de son directoire.

### Le cadre juridique

#### *Le droit de l'Union*

La directive 2003/6

- 3 Les considérants 2, 12, 16 et 24 de la directive 2003/6 énoncent:

«(2) Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité. Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés.

[...]

- (12) La notion d'abus de marché recouvre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. 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.  
[...]

[...]

- (16) L'information privilégiée est toute information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique et qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers. Une information qui pourrait influencer de façon sensible l'évolution et la formation des cours d'un marché réglementé en tant que tel pourrait être considérée comme une information qui concerne indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

[...]

- (24) Une communication rapide et équitable des informations au public renforce l'intégrité du marché, alors qu'une communication sélective par les émetteurs peut induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers. [...]

- 4 L'article 1<sup>er</sup>, point 1, premier alinéa, de cette directive définit la notion d'«information privilégiée» comme étant «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.»

- 5 L'article 2 de ladite directive prévoit:

«1. Les États membres interdisent à toute personne visée au deuxième alinéa qui détient une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

Le premier alinéa s'applique à toute personne qui détient une telle information:

- a) en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, ou
- b) en raison de sa participation dans le capital de l'émetteur, ou
- c) en raison de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou
- d) en raison de ses activités criminelles.

2. Lorsque la personne visée au paragraphe 1 est une personne morale, l'interdiction prévue dans ce paragraphe s'applique également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question.

3. Le présent article ne s'applique pas aux opérations effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée.»

6 L'article 6, paragraphes 1 et 2, de la même directive dispose:

«1. Les États membres veillent à ce que les émetteurs d'instruments financiers rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui concernent directement lesdits émetteurs.

[...]

2. Un émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée, au sens du paragraphe 1, 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. Les États membres peuvent exiger qu'un émetteur informe sans délai l'autorité compétente de la décision de différer la publication d'une information privilégiée.»

La directive 2003/124

7 Aux termes des considérants 1 et 3 de la directive 2003/124:

«(1) Les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations dont ils disposent déjà ('informations disponibles ex ante'). En conséquence, la question de savoir si un investisseur raisonnable serait susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information donnée doit être appréciée sur la base des informations disponibles ex ante. Cette appréciation doit prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question compte tenu de l'ensemble de l'activité de l'émetteur concerné, de la fiabilité de la source d'information et de toutes autres variables de marché susceptibles d'exercer en l'occurrence une influence sur l'instrument financier concerné ou tout instrument financier dérivé qui lui est lié.

[...]

(3) 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.»

8 L'article 1<sup>er</sup> de la même directive, intitulé «Information privilégiée», prévoit:

«1. Aux fins de l'application de l'article 1<sup>er</sup>, 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<sup>er</sup>, 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.»

- 9 L'article 3, paragraphe 1, de ladite directive contient une liste non exhaustive de situations auxquelles peuvent avoir trait les intérêts légitimes d'un émetteur, au sens de l'article 6, paragraphe 2, de la directive 2003/6, à savoir des négociations en cours, ou éléments connexes, lorsque le fait de les rendre publics risquerait d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations, ainsi que des décisions prises ou des contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure de ce dernier requiert une séparation entre les deux organes.

*Le droit allemand*

- 10 L'article 13, paragraphe 1, de la loi sur le commerce des valeurs mobilières (Gesetz über den Wertpapierhandel), dans sa version du 9 septembre 1998 (BGBl. 1998 I, p. 2708), telle que modifiée par la loi sur l'amélioration de la protection des investisseurs (Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes), du 28 octobre 2004 (BGBl. 2004 I, p. 2630, ci-après le «WpHG»), dispose:

«Une information privilégiée est une information concrète sur des circonstances inconnues du public, qui se rapportent à un ou plusieurs émetteurs de titres d'initiés ou aux titres d'initiés eux-mêmes et qui seraient susceptibles, si elles étaient connues du public, d'influencer sensiblement la valeur boursière ou marchande de ces titres. Est réputée susceptible d'avoir une telle influence l'information dont un investisseur raisonnable tiendrait compte lors de sa décision d'investissement. Les circonstances dont on peut présumer avec suffisamment de probabilité qu'elles se produiront dans le futur sont également considérées comme des circonstances au sens de la première phrase. [...]»

- 11 L'article 6, paragraphes 1 et 2, de la directive 2003/6 a été transposé dans l'ordre juridique allemand par l'article 15, paragraphes 1 et 3, du WpHG. En vertu du paragraphe 6 de ce dernier article, un émetteur qui enfreint ses obligations découlant des paragraphes 1 à 4 du même article est tenu de réparer le dommage subi de ce fait par autrui dans les conditions visées, notamment, à l'article 37 b du WpHG.

**Le litige au principal et les questions préjudicielles**

- 12 Il ressort de la décision de renvoi que, après l'assemblée générale de Daimler du 6 avril 2005, M. Schrempp, président du directoire de cette dernière, envisageait de résilier son mandat qui courait jusqu'en 2008. Le 17 mai 2005, il a évoqué son intention avec le président du conseil de surveillance de cette société, M. Kopper. Entre le 1<sup>er</sup> juin et le 27 juillet 2005, d'autres membres du conseil de surveillance et du directoire ont également été informés du projet de départ de M. Schrempp.
- 13 À partir du 10 juillet 2005, Daimler a préparé un communiqué de presse, une déclaration externe ainsi qu'une lettre adressée à ses collaborateurs.
- 14 Le 13 juillet 2005, la commission présidentielle du conseil de surveillance de Daimler (ci-après la «commission présidentielle») ainsi que le conseil de surveillance ont été convoqués, respectivement, pour les 27 et 28 juillet 2005, sans que les convocations aient comporté d'indication quant à un éventuel changement du président du directoire.
- 15 Le 18 juillet 2005, MM. Schrempp et Kopper se sont mis d'accord pour proposer, lors de la réunion du conseil de surveillance du 28 juillet 2005, le départ anticipé de M. Schrempp ainsi que la nomination de son successeur, M. Zetsche.

- 16 Lors de sa réunion qui a commencé le 27 juillet 2005 à 17 heures, la commission présidentielle a décidé de proposer au conseil de surveillance qui devait se tenir le lendemain d'approuver ce départ et cette nomination.
- 17 Le 28 juillet 2005 vers 9 h 50, le conseil de surveillance de Daimler a décidé que M. Schrempp quitterait son poste à la fin de l'année et qu'il serait remplacé par M. Zetsche.
- 18 Cette décision a été communiquée aux directions des Bourses et de la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Office fédéral de contrôle des services financiers) et a été publiée dans la banque de données de la Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (société allemande de publication ad hoc).
- 19 À la suite de cette publication, le cours de l'action de Daimler, qui s'était déjà apprécié après la publication, le même matin, des résultats du deuxième trimestre de l'année 2005, a fortement monté.
- 20 M. Geltl et plusieurs autres investisseurs avaient vendu des actions de Daimler avant la publication de ladite décision. Ils ont porté plainte contre cette société devant le Landgericht Stuttgart et ont demandé des dommages et intérêts, en invoquant le caractère tardif de cette publication. Cette juridiction a demandé à l'Oberlandesgericht Stuttgart de trancher plusieurs questions concernant ces litiges dans le cadre d'une affaire pilote («Musterverfahren»).
- 21 Dans sa décision pilote du 22 avril 2009, l'Oberlandesgericht Stuttgart a considéré qu'il ne pouvait être établi que, le 17 mai 2005 ou à une date ultérieure, il existait une information privilégiée selon laquelle M. Schrempp quitterait unilatéralement ses fonctions indépendamment de l'approbation du conseil de surveillance de Daimler. Selon cette juridiction, le fait déterminant susceptible d'avoir eu une incidence sur le cours de l'action de cette société est la décision du conseil de surveillance du 28 juillet 2005. Cette décision était devenue suffisamment probable après que la commission présidentielle avait décidé, le 27 juillet 2005 après 17 heures, de proposer au conseil de surveillance de l'adopter. Dès lors, il n'existait une information privilégiée qu'à partir de cette dernière date. L'Oberlandesgericht Stuttgart a admis que les conditions d'un report de la publication de cette information, telles que prévues à l'article 15, paragraphe 3, du WpHG, n'étaient pas entièrement réunies, mais il a jugé que le préjudice invoqué par les plaignants serait survenu même si ces conditions avaient été remplies.
- 22 Saisie d'un pourvoi, la juridiction de renvoi relève que l'Oberlandesgericht Stuttgart n'a pas examiné si les étapes individuelles du processus aboutissant à la décision du 28 juillet 2005 étaient de nature à influencer le cours des actions de Daimler. En revanche, dans le cadre d'une procédure d'amende relative aux mêmes circonstances que celles de l'affaire au principal, l'Oberlandesgericht Frankfurt am Main a considéré que l'assemblage de plusieurs circonstances autonomes en une décision globale unique est contraire au libellé de l'article 13, paragraphe 1, du WpHG ainsi que des directives 2003/6 et 2003/124 et que, partant, l'obligation de publication a existé dès que le processus interne a abouti à une décision et que celle-ci a été révélée à un responsable de l'entreprise concernée.
- 23 C'est dans ces conditions que le Bundesgerichtshof a décidé de surseoir à statuer et de poser à la Cour les questions préjudicielles suivantes:
  - «1) S'agissant d'un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement en plusieurs étapes, faut-il, pour appliquer l'article 1<sup>er</sup>, [point 1], de la directive 2003/6 et l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124, se fonder uniquement sur le point de savoir si cette circonstance future ou l'événement futur doit être considéré comme une information à caractère

précis au sens de ces dispositions des directives et s'il convient par conséquent d'examiner si l'on peut raisonnablement penser que cette circonstance future ou l'événement futur se produira, ou bien, s'agissant d'un tel processus étalé dans le temps, des étapes intermédiaires qui existent déjà ou se sont déjà produites et qui sont liées à la réalisation de la circonstance future ou de l'événement futur peuvent-elles également constituer des informations à caractère précis au sens desdites dispositions des directives?

- 2) L'expression 'peut raisonnablement penser' au sens de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 requiert-elle que la probabilité soit jugée prépondérante ou élevée, ou bien convient-il d'entendre par des circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'elles existeront ou des événements dont on peut raisonnablement penser qu'ils se produiront que le degré de probabilité dépend de l'étendue des conséquences pour l'émetteur et que, si l'aptitude à influencer sur le cours de l'action est forte, il suffit que l'intervention de la circonstance future ou de l'événement futur soit incertaine, mais ne soit pas improbable?»

### Sur les questions préjudicielles

- 24 À titre liminaire, il convient de rappeler que, dans le but d'assurer l'intégrité des marchés financiers de l'Union européenne et de renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés, la directive 2003/6 interdit les opérations d'initiés dans les conditions fixées à son article 2 et, conformément à son article 6, paragraphe 1, impose aux émetteurs d'instruments financiers de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement. En vertu du paragraphe 2 de ce dernier article, la publication d'une telle information peut être différée, dans certaines conditions, afin de ne pas porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur.
- 25 La définition de la notion d'«information privilégiée» résultant de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, premier alinéa, de ladite directive comprend quatre éléments essentiels. Premièrement, il s'agit d'une information à caractère précis. Deuxièmement, cette information n'a pas été rendue publique. Troisièmement, elle concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs instruments financiers ou leurs émetteurs. Quatrièmement, elle serait susceptible, si elle était rendue publique, d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés. Les premier et quatrième éléments sont définis de manière plus précise respectivement aux paragraphes 1 et 2 de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124.
- 26 Les questions posées par la juridiction de renvoi visent à obtenir des clarifications sur le premier desdits éléments, à savoir le caractère précis d'une information.

#### *Sur la première question*

- 27 Par sa première question, la juridiction de renvoi demande, en substance, si 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 être interprétés en ce sens que, s'agissant d'un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement, peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions non seulement cette circonstance ou cet événement, mais également les étapes intermédiaires de ce processus qui existent déjà ou se sont déjà produites et qui sont liées à la réalisation de ceux-ci.
- 28 Il ressort du considérant 3 de la directive 2003/124 que celle-ci vise à donner une définition plus fine de la notion d'«information à caractère précis» utilisée dans la directive 2003/6 en vue de renforcer la sécurité juridique pour les participants au marché concerné.

- 29 Aux termes de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124, une information est réputée à caractère précis si deux conditions cumulatives sont réunies. D'une part, l'information doit faire 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. D'autre part, elle 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.
- 30 Les notions d'«ensemble de circonstances» et d'«événement» n'étant pas définies dans ladite directive, il convient d'avoir recours à leur sens commun.
- 31 Il y a lieu de constater qu'une étape intermédiaire d'un processus étalé dans le temps peut elle-même constituer un ensemble de circonstances ou un événement selon le sens communément attribué à ces termes.
- 32 Cette constatation est corroborée par l'article 3, paragraphe 1, de la directive 2003/124, qui énonce, en tant qu'exemples d'informations privilégiées dont la publication peut être différée conformément à l'article 6, paragraphe 2, de la directive 2003/6, des situations qui constituent des cas typiques d'étapes intermédiaires de processus graduels, à savoir les négociations en cours ainsi que les décisions prises ou les contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de cet émetteur pour devenir effectifs.
- 33 Par ailleurs, la directive 2003/6 a pour finalité, ainsi qu'il ressort, notamment, de ses considérants 2 et 12, d'assurer l'intégrité des marchés financiers de l'Union et de renforcer la confiance en ces marchés des investisseurs. Cette confiance repose, notamment, sur le fait que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre, notamment, l'utilisation illicite d'informations privilégiées (voir, en ce sens, arrêts du 23 décembre 2009, Spector Photo Group et Van Raemdonck, C-45/08, Rec. p. I-12073, point 47, ainsi que du 7 juillet 2011, IMC Securities, C-445/09, non encore publié au Recueil, point 27).
- 34 À cet égard, la première phrase du considérant 24 de ladite directive précise qu'une communication rapide et équitable des informations au public renforce l'intégrité du marché, alors qu'une communication sélective par les émetteurs peut induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers.
- 35 Une interprétation des termes «ensemble de circonstances» et «événement» qui ferait abstraction des étapes intermédiaires dans un processus étalé dans le temps risquerait de porter atteinte aux objectifs tels que rappelés aux deux points précédents du présent arrêt. En effet, exclure qu'une information relative à une telle étape d'un processus étalé dans le temps puisse être réputée à caractère précis, au sens de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6, annihilerait l'obligation, prévue à l'article 6, paragraphe 1, premier alinéa, de celle-ci, de rendre publique cette information, quand bien même elle aurait un caractère tout à fait spécifique et alors même que les autres éléments constitutifs d'une information privilégiée, tels qu'énumérés au point 25 du présent arrêt, seraient également présents.
- 36 Dans une telle situation, certains détenteurs de cette information pourraient se trouver dans une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs et seraient en mesure d'en tirer profit au détriment de ceux qui l'ignorent (voir, en ce sens, arrêt Spector Photo Group et Van Raemdonck, précité, point 48).
- 37 Le risque qu'une telle situation se produise serait d'autant plus élevé qu'il serait possible, dans certaines circonstances, de qualifier l'issue d'un processus particulier comme étant une étape intermédiaire dans un autre processus, qui serait, quant à lui, plus vaste.

- 38 Par conséquent, une information relative à une étape intermédiaire qui s'inscrit dans un processus étalé dans le temps peut constituer une information à caractère précis. Il importe de préciser que cette interprétation ne vaut pas uniquement pour les étapes qui existent déjà ou se sont déjà produites, mais concerne également, conformément à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124, les étapes dont on peut raisonnablement penser qu'elles existeront ou se produiront.
- 39 Ainsi qu'il ressort du point 29 du présent arrêt, la qualification d'une information comme ayant un caractère précis est en outre subordonnée à la satisfaction de la seconde condition mentionnée à ladite disposition, à savoir que l'information doit être suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de l'ensemble de circonstances ou de l'événement en question sur les cours des instruments financiers concernés.
- 40 Il convient donc de répondre à la première question que 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 être interprétés en ce sens que, s'agissant d'un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement, peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions non seulement cette circonstance ou cet événement, mais également les étapes intermédiaires de ce processus qui sont liées à la réalisation de ceux-ci.

*Sur la seconde question*

- 41 Par sa seconde question, la juridiction de renvoi demande, en substance, si l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doit être interprété en ce sens que la notion «d'un ensemble de circonstances [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira» vise uniquement les circonstances ou les événements dont la probabilité de leur survenance peut être considérée comme prépondérante ou élevée ou bien si cette notion implique que soit prise en considération l'ampleur de l'effet de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés.
- 42 Il existe une certaine divergence entre les différentes versions linguistiques de ladite disposition. Ainsi, certaines de ces versions, notamment en langues française, italienne et néerlandaise, utilisent les termes «peut raisonnablement penser», alors que d'autres versions, notamment en langues danoise, grecque, anglaise et suédoise, emploient les termes «peut raisonnablement s'attendre». Les versions en langues espagnole et portugaise se réfèrent respectivement à «un ensemble de circonstances qui peuvent raisonnablement exister» et à «un ensemble de circonstances ou un événement raisonnablement prévisibles». Enfin, les termes utilisés dans la version en langue allemande sont «avec une probabilité suffisante» («mit hinreichender Wahrscheinlichkeit»).
- 43 Selon une jurisprudence constante, d'une part, la formulation utilisée dans l'une des versions linguistiques d'une disposition du droit de l'Union ne saurait servir de base unique à l'interprétation de cette disposition ou se voir attribuer, à cet égard, un caractère prioritaire par rapport aux autres versions linguistiques. D'autre part, les diverses versions linguistiques d'un texte du droit de l'Union doivent être interprétées de façon uniforme et, dès lors, en cas de divergence entre ces versions, la disposition en cause doit être interprétée en fonction de l'économie générale et de la finalité de la réglementation dont elle constitue un élément (voir arrêt du 28 juillet 2011, *Pacific World et FDD International*, C-215/10, non encore publié au Recueil, point 48 et jurisprudence citée).
- 44 Or, à l'exception de la version en langue allemande, toutes les autres versions linguistiques de l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 existant lors de l'adoption de celle-ci

ont recours à l'adverbe «raisonnablement». Par l'emploi de ce terme, le législateur de l'Union a instauré un critère fondé sur les règles tirées de l'expérience commune pour déterminer si des circonstances et des événements futurs relèvent ou non du champ d'application de cette disposition.

- 45 Aux fins de déterminer s'il est raisonnable de penser qu'un ensemble de circonstances existera ou qu'un événement se produira, il y a lieu de procéder au cas par cas à une appréciation globale des éléments déjà disponibles.
- 46 Par conséquent, l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124, en utilisant les termes «peut raisonnablement penser», ne saurait être interprété comme exigeant la démonstration d'une probabilité élevée des circonstances ou des événements visés.
- 47 Restreindre le champ d'application 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, s'agissant des circonstances et des événements futurs, à un tel degré de probabilité porterait atteinte aux objectifs rappelés au point 33 du présent arrêt, à savoir assurer l'intégrité des marchés financiers de l'Union et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. En effet, en pareil cas, les personnes initiées seraient à même de tirer indûment profit de certaines informations jugées, en raison d'une telle interprétation restrictive, comme n'ayant pas un caractère précis, au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance.
- 48 Toutefois, aux fins d'assurer la sécurité juridique pour les participants au marché, évoquée au considérant 3 de la directive 2003/124, parmi lesquels figurent les émetteurs, ne sauraient être réputées comme ayant un caractère précis les informations portant sur des circonstances et des événements dont la survenance n'est pas vraisemblable. En effet, dans le cas contraire, les émetteurs pourraient considérer qu'ils sont tenus de rendre publiques des informations dépourvues de caractère concret ou insusceptibles d'influer sur le cours de leurs instruments financiers.
- 49 Il en découle que, en utilisant les termes «peut raisonnablement penser», l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 vise les circonstances et les événements futurs dont il apparaît, sur le fondement d'une appréciation globale des éléments déjà disponibles, qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront.
- 50 En ce qui concerne la question de savoir si la probabilité requise de la survenance d'un ensemble de circonstances ou d'un événement peut varier selon l'ampleur de l'effet de ceux-ci sur le cours des instruments financiers concernés, il convient d'y répondre par la négative.
- 51 En premier lieu, une telle interprétation du sens des termes «peut raisonnablement penser» ne découle d'aucune des versions linguistiques citées au point 42 du présent arrêt.
- 52 En second lieu, l'interprétation selon laquelle plus l'ampleur de l'effet possible d'un événement futur sur le cours des instruments financiers concernés est importante, moins le degré de probabilité requise est élevé pour que l'information y afférente soit réputée comme ayant un caractère précis sous-entendrait que chacun des deux éléments constitutifs d'une information privilégiée énoncés, respectivement, aux paragraphes 1 et 2 de l'article 1<sup>er</sup> de la directive 2003/124, à savoir le caractère précis d'une information et la capacité de celle-ci d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés, dépend de l'autre élément.
- 53 Les critères précisés à ces deux paragraphes constituent des conditions minimales dont chacune doit être atteinte pour qu'une information puisse être qualifiée de «privilégiée» au sens de l'article 1<sup>er</sup>, point 1, de la directive 2003/6.

- 54 Ainsi que le gouvernement du Royaume-Uni l'a relevé dans ses observations soumises à la Cour, il ne saurait être exclu qu'une information relative à un événement dont il est peu probable qu'il intervienne influence de manière sensible le cours des titres de l'émetteur concerné dans la mesure où les conséquences pour ce dernier de cet événement seraient particulièrement importantes. Pour autant, il ne saurait raisonnablement en être inféré que ledit événement se produira.
- 55 Certes, ainsi qu'il ressort du considérant 1 de la directive 2003/124, les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur toutes les informations disponibles ex ante. Ils doivent donc prendre en considération non seulement l'«impact anticipé» d'un événement sur l'émetteur, mais également le degré de probabilité que cet événement se produira. Toutefois, de telles considérations tendent à déterminer si une information est susceptible d'influencer de manière sensible le cours des instruments financiers de l'émetteur.
- 56 Eu égard aux observations qui précèdent, il convient de répondre à la seconde question que l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doit être interprété en ce sens que la notion «d'un ensemble de circonstances [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira» vise les circonstances ou les événements futurs dont il apparaît, sur le fondement d'une appréciation globale des éléments déjà disponibles, qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront. Toutefois, il n'y a pas lieu d'interpréter cette notion en ce sens que doit être prise en considération l'ampleur de l'effet de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés.

### Sur les dépens

- 57 La procédure revêtant, à l'égard des parties au principal, le caractère d'un incident soulevé devant la juridiction de renvoi, il appartient à celle-ci de statuer sur les dépens. Les frais exposés pour soumettre des observations à la Cour, autres que ceux desdites parties, ne peuvent faire l'objet d'un remboursement.

Par ces motifs, la Cour (deuxième chambre) dit pour droit:

- 1) **Les articles 1<sup>er</sup>, 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 1<sup>er</sup>, 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 que, s'agissant d'un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement, peuvent constituer des informations à caractère précis au sens de ces dispositions non seulement cette circonstance ou cet événement, mais également les étapes intermédiaires de ce processus qui sont liées à la réalisation de ceux-ci.**
- 2) **L'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1, de la directive 2003/124 doit être interprété en ce sens que la notion «d'un ensemble de circonstances [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement [...] dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira» vise les circonstances ou les événements futurs dont il apparaît, sur le fondement d'une appréciation globale des éléments déjà disponibles, qu'il y a une réelle perspective qu'ils existeront ou se produiront. Toutefois, il n'y a pas lieu d'interpréter cette notion en ce sens que doit être prise en considération**

**l'ampleur de l'effet de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés.**

Signatures

---

\* Langue de procédure: l'allemand.