



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Paribas

Jurisprudence et décisions administratives

**Sanction Cob. Règlement n° 90-02.
Changement d'intention non porté à la
connaissance du public. Manquement à
l'information du public (oui).
Règlement n° 89-03. Absence de déclaration
de franchissement de seuil auprès de la SBF.
Manquement à la transparence du marché
(oui)**

Verneuil Finance et Wyser-Pratt, 15 juin 1999, Bull. Cob n° 337, p. 11.
Voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 1052
(règlement n° 90-02), 779 et 1046 (règlement n° 89-03).

Les actionnaires d'une société procédant à une offre publique de rachat d'actions, qui ayant dans un premier temps décidé de ne pas apporter leurs titres à l'offre, doivent être sanctionnés pour défaut d'information du public après avoir finalement décidé d'apporter une partie de leurs titres à ladite offre.

Le défaut de déclaration auprès de la SBF d'un franchissement de seuil doit être sanctionné, alors même que les actionnaires en cause ont procédé à leur déclaration auprès de l'émetteur et du CMF. Dans une décision du 15 juin 1999, la Cob sanctionne deux sociétés pour défaut d'information. Les sociétés Wyser-Pratt et Verneuil Finance, agissant de concert, avaient obtenu en 1997 de la société De Dietrich que celle-ci lance une opération de rachat de ses propres actions à hauteur de 18 % de son capital, au prix de 275 francs l'action. Bien qu'à l'initiative de cette opération, les deux investisseurs avaient alors annoncé leur intention de ne pas apporter leurs titres à l'offre, la jugeant peu attractive. Cependant, l'avant-veille de la clôture de l'offre publique, ils changèrent d'avis et apportèrent une fraction de leur participation. Ce changement d'attitude à l'égard de l'offre n'avait été signalé qu'auprès de la société De Dietrich, le public restant dans

l'ignorance de ce retournement de décision. Par ailleurs, ces deux mêmes sociétés avaient «omis» de procéder aux déclarations de franchissement de seuil auprès de la SBF lors d'acquisitions de titres de la société De Dietrich effectuées pendant l'offre de rachat, mais avant leur palinodie. Rappelons, à cet égard, que le CMF avait déjà du rappeler à ces deux investisseurs, en février 1998, les règles de déclaration de franchissement de seuil lorsqu'elles avaient franchi à la baisse des seuils dans trois sociétés, dont De Dietrich.

Dans la présente décision, la Cob sanctionne les deux sociétés à 100 000 francs d'amende chacune pour violation des règlements n° 89-03 et 90-02.

L'article 6 du règlement Cob n° 90-02 disposait (le nouveau règlement n° 98-07 n'a pas changé cette rédaction) que «lorsqu'une personne a été amenée à faire des déclarations d'intention et que, par la suite, ses intentions ne sont plus conformes à sa déclaration initiale, elle est tenue de porter immédiatement à la connaissance du public ses nouvelles intentions». Au cas présent, les sociétés Wyser-Pratt et Verneuil Finance avaient indiqué dans les notes d'information préliminaires et définitives relatives à l'OPRA qu'elles n'apporteraient pas leurs actions à l'offre. Pour leur défense, les concertistes faisaient valoir que cette information n'avait été portée à la connaissance qu'à la seule société De Dietrich qui, selon eux, avait de sa propre initiative décidé de la rendre publique. De plus, dans la mesure où la direction de la société De Dietrich leur avait manifesté publiquement leur hostilité, et souligné le caractère indésirable de leur participation, ils estimaient que le public pouvait légitimement en déduire la cession de la participation du concert dans le cadre de l'offre. Enfin, les concertistes faisaient valoir que les investisseurs avaient tiré avantage de ce que le concert avait changé d'intention sans qu'ils en soient avertis dans la mesure où pendant les douze mois qui ont suivi l'offre le cours de la société De Dietrich n'a cessé d'augmenter.

La Cob écarte, avec raison, tous ces arguments. En premier lieu, elle constate que l'apport d'une partie des titres à l'offre par les concertistes matérialise un changement d'intention des concertistes qui n'a pas été porté à la connaissance du public. Dans un second temps, la Commission rappelle que «le public doit être informé rapidement de tous les événements susceptibles d'influencer le marché ; que l'article 6 du

règlement n° 90-02 précité fait obligation à celui qui a déclaré ses intentions, puis en a changé, de porter immédiatement à la connaissance du public ses nouvelles intentions [...]. Le concert devait informer le public de son changement d'intention, dans la mesure où son intention initiale de s'abstenir d'apporter les titres à l'offre publique de rachat d'actions avait été portée à la connaissance du public et n'avait fait l'objet d'aucun démenti».

La communication financière est un art difficile : la parole est d'or, mais le silence est d'argent ! Autrement dit, toute action sur le marché doit être en phase avec la communication apportée au public : il n'est pas possible de dire quelque chose et de faire son contraire. S'agissant de l'argument économique aux termes duquel les actionnaires auraient finalement profité de la décision des concertistes, la Cob rappelle que *«l'effet sur le marché s'apprécie au moment de la commission du manquement, et non pas à une date postérieure et que le lien de causalité entre les deux faits allégués n'est pas démontré»*. Après avoir écarté tous ces arguments, la Commission décide *«qu'en ne portant pas à la connaissance du public leur changement d'intention sur leur participation à l'offre publique de rachat d'actions, les sociétés Wyser-Pratt et Verneuil Finance ont porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts»*. Il convient d'approuver sans réserve cette décision qui souligne, une nouvelle fois, l'exigence de transparence dans les opérations financières. Dès lors que l'information joue un rôle fondamental dans la formation du cours de bourse, il est légitime de l'ériger en principe absolu (voir sacré !). Au cas présent, cette transparence était d'autant plus nécessaire que les investisseurs étaient en opposition avec la direction de la société concernée. Dès lors, tout changement d'attitude sur les chances de réussite d'une opération de marché de la part d'un actionnaire important se doit d'être immédiatement porté à la connaissance du public, et non uniquement à celle des dirigeants.

• S'agissant de l'absence de déclaration des franchissements de seuils auprès de la SBF, la Cob invoque l'article 22 de son règlement n° 89-03 relatif aux offres publiques, dont la présente espèce constitue l'un des premiers cas de manquement, hormis la saga de l'affaire Hubert Industrie qui concernait les articles 3 (libre compétition entre les offres, gestion courante, intérêt social et égalité de traitement) et 6 (obligation de prudence dans les déclarations publiques des personnes concernées par une offre) de ce règlement. L'article 22 précité impose à certaines personnes limitativement énumérées, dont celles détenant au moins 5 % du capital ou des droits de vote de la société visée par une offre publique, de déclarer chaque jour à la SBF les opérations d'achat et de vente de titres concernés par l'offre qu'elles ont effectuées. Dans l'affaire commentée, la Cob constate que les sociétés Wyser-Pratt et Verneuil Finance détenaient de concert au moment du lancement de l'OPRA environ 8,5 % du capital de la société De Dietrich, cette participation ayant augmenté durant la période d'offre à la suite d'acquisitions sur le marché. Il était reproché aux sociétés concernées de ne pas avoir déclaré ces acquisitions de titres auprès de la SBF. Pour leur défense, les sociétés invoquaient là encore un argument économique, voué au même échec que le précédent, estimant que ces achats ne revêtaient pas, en raison de leur faible montant, de caractère significatif. De manière plus convaincante, elle estimait avoir effectué les déclarations de franchissement de seuil auprès de la SBF au titre de l'article 356-1 de la loi sur les

sociétés, et que cette déclaration rendait inutile celle auprès de la SBF. Sur le premier point, avec raison, la Commission considère que *«l'argument fondé sur la faible ampleur des achats effectués est inopérant, le premier alinéa de l'article 22 du règlement n° 89-03 [...] ne précisant aucun volume minimum»*. Quant au deuxième argument avancé, la Cob précise que *«le fait d'avoir effectué les déclarations prévues par la loi du 24 juillet 1966 n'exonérait pas les sociétés précitées du respect des obligations de déclaration prévues par le règlement n° 89-03»*. En conséquence, *«il appartenait à ces sociétés [...] de déclarer [ces achats] auprès de la SBF»*. La question portait ainsi sur l'exigence d'une double déclaration auprès de la SBF et du CMF. En effet, il existe plusieurs types de déclarations à la suite de franchissement de seuil d'une société dont les titres sont admis aux négociations d'un marché réglementé, chacune répondant à un objet précis et distinct des autres : outre celles à l'égard de la société émettrice (article 356-14 de la loi de 1966 : connaissance de son actionnariat) et auprès de la Cob (déclaration d'intention du règlement Cob n° 88-02 : protection de l'épargne), on sait que l'article 356-1 de la loi du 24 juillet 1966 donne compétence au CMF pour recevoir les informations consécutives aux franchissements de seuils (dans le but de vérifier si les personnes franchissent un seuil de dépôt d'une offre publique). Avant la loi du 2 juillet 1996, cette compétence était dévolue au CBV, et avant celle du 22 janvier 1988 à la Chambre syndicale des agents de change (CSAC). Or, en plus de ces obligations, le règlement Cob ajoute un autre type de déclaration pour les achats et vente de titres objets d'une offre pendant la durée de celle-ci. Ce règlement, qui date de 1988 sans qu'il ait été procédé à une mise à jour, mentionne la SBF comme entité en charge de la réception de ces informations. La présence de la SBF dans ce règlement s'explique sans doute pour des raisons historiques lorsque les pouvoirs hérités de la CSAC ont été divisés entre le CBV et la SBF. Dans la mesure où celle-ci avait en charge la gestion quotidienne des transactions en bourse, il paraissait plus simple de lui confier ce rôle. Dans sa décision commentée, la Cob justifie l'existence de ces déclarations de façon plus objective. Selon cette dernière, *«la déclaration quotidienne à la SBF des interventions sur le marché – opérations d'achat comme de vente – effectuées sur les titres concernés par une offre, a pour objet le respect de l'égalité de traitement ou d'information des détenteurs de titres de la société concernée ainsi que la transparence du marché»*. Si les objectifs ainsi assignés à ces déclarations sont convaincants, il demeure qu'en confier la responsabilité à la SBF (devenue entre temps Paris-Bourse) paraît incongru. Les objectifs de transparence et d'égalité devant l'information figurent naturellement dans le règlement général du CMF (article 5-1-1, § 3) comme principes généraux devant guider le déroulement des offres publiques. On a, par contre, du mal à voir en quoi ces principes intéressent la SBF qui, depuis la loi MAF du 2 juillet 1996, n'est qu'une simple société commerciale ne disposant plus de prérogatives de puissance publique ou de mission de service public. Pour être cohérent avec ce nouveau partage de responsabilité, il conviendrait dès lors de substituer à la SBF le CMF (c'est d'ailleurs le sens de l'une des modifications apportées au règlement n° 89-03 par un projet de réforme). ■