

Chronique *financière* *et boursière*



Hubert de Vauplane
Direction
des affaires juridiques
Paribas

Jurisprudence et décisions administratives

Sanction Cob. Règlement n° 90-02.
Déclaration en assemblée d'une émission à venir. Indétermination du prix d'émission. Obligation de surveiller la reprise des déclarations par la presse (non). Influence sur le cours de bourse (non). Annulation de la sanction (oui).

■ Paris, 11 janvier 2000, Société Fermière du Casino Municipal de Cannes/Cob ; voir aussi «Droit des marchés financiers», *Litec*, 1998, n° 1050.

L'information erronée ou déformée diffusée par la presse ne peut être assimilée à un «fait important» à porter à la connaissance du public, au sens de l'article 4 du règlement Cob n° 90-02, alors qu'il ne pèse sur les émetteurs aucune obligation de contrôler les informations que la presse choisit de publier, en dehors de tout communiqué de l'émetteur.

L'année 2000 sera-t-elle pour la Cob une *Annus horribilis* comme l'année précédente ? S'il est encore trop tôt pour le dire, l'on doit constater que celle-ci commence aussi mal que celle-là pour la Commission. Dès le début de cette année, une décision de sanction se trouve annulée. Certes, ce n'est pas la première, loin s'en faut, la cour d'appel de Paris ayant ces derniers temps, et surtout l'année dernière, procédé à de nombreuses annulations, confirmées par la Cour de cassation, de décisions de sanction prononcées par la Cob. Jusqu'à la présente affaire, les motifs d'annulation portaient exclusivement sur des questions de procédures ; le moyen le plus généralement utilisé par les défendeurs consiste à invoquer le non-respect de l'article 6 de la Convention européenne des Droits de l'homme, soit lors de la procédure de sanction elle-même, soit lors de la phase d'enquête. Dans un cas comme dans l'autre, le résultat est identique : sans même s'attacher au fond, les magistrats annulent la procédure pour violation des droits de la défense. Or, pour la première fois à notre connaissance, une procédure de sanction vient faire l'objet d'une annulation, non pas pour non-respect de certains principes généraux ou vice de forme, mais sur le fond. Autrement dit, ce n'est plus l'organisation de la Commission ou le déroulement de la procédure de sanction qui est mis en cause, mais le fondement même de l'incrimination, ce qui, somme toute, est plus grave. Au cas présent, une sanction Cob, dont nous avons vivement contesté les motivations dans la précédente chronique

(*Banque & Droit* n° 68), avait retenu la responsabilité de la Société Fermière du Casino municipal de Cannes (SFCMC) au motif que celle-ci n'avait pas porté à la connaissance du public que l'information contenue dans des articles de presse sur le prix par action auquel serait réalisée une augmentation de capital était frappée d'une grande incertitude, fait ayant eu une incidence significative sur le cours du titre. Dès lors, selon la Commission, la société avait commis un manquement prévu par l'article 4 du règlement n° 90-02, ces agissements ayant eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché et porter atteinte à l'égalité de traitement et de l'information des investisseurs ou à leurs intérêts. Autrement dit, la sanction faisait porter sur tout émetteur une obligation de démentir la presse dès lors qu'il constaterait que des articles de journaux relatent imparfaitement les propos de ses dirigeants. Pour retenir le manquement, le fait reproché à l'émetteur doit avoir une incidence significative sur le cours de bourse, ce qui, en l'espèce, semblait être le cas selon la Cob, dans la mesure où l'information relative au prix de l'augmentation de capital aurait contribué à une forte hausse du cours et que celle postérieure sur les modalités effectives de l'opération l'a fait brutalement chuter. Dans leur décision du 11 janvier 2000, les magistrats de la cour d'appel de Paris ont refusé de suivre la Commission, mais se sont arrêtés sur le premier point, sans prendre position sur la notion d'incidence significative sur les cours de bourse d'une information, ce que l'on regrettera.

• S'agissant de la portée du règlement Cob n° 90-02, la cour écarte l'interprétation de la Commission dans une formule brève et incisive : «*Considérant que ne peut être assimilée à un "fait important" à porter à la connaissance du public, au sens [de l'article 4 du règlement Cob n° 90-02] l'information erronée ou déformée diffusée par la presse, alors qu'il ne pèse sur les émetteurs aucune obligation de contrôler les informations que la presse choisit de publier, en dehors de tout communiqué de l'émetteur*». Au cas présent, on rappellera que lors de l'AGO du 29 avril 1997, le président de SFCMC, interrogé par un actionnaire sur les conditions de l'augmentation de capital dont le principe avait été annoncé, avait répondu, en substance (pour un exposé plus détaillé des faits, cf. notre chronique n° 68), que l'augmentation «devrait être faite en principe pour un prix qui correspondra au prix de l'action pour lequel le groupe Partouche a acquis la participation Générale des Eaux dans cette société. Le montant de l'augmentation de capital sera situé autour de 150 MF». Certains articles de presse avaient repris cette déclaration, mais en en supprimant tout élément d'incertitude (emploi du conditionnel et attente d'une expertise demandée), voire en indiquant déjà un prix par action. Par contre, un autre journal avait parfaitement repris les propos du président de SFCMC. Ainsi, selon la cour, «*il ne peut être reproché à la SFCMC de n'avoir pas rectifié les informations relatives au prix*

d'émission de l'augmentation de capital publiées dans les articles de presse incriminés, qui ne reflétaient pas l'incertitude sur la fixation de ce prix exprimée par [le président de SFCMC]». Ainsi, en ne portant pas à la connaissance du public l'indétermination du prix d'émission de l'action, tel qu'il était rapporté par la presse, la SFCMC n'a pas contrevenu au règlement Cob n° 90-02. Cette décision sans ambiguïté n'a pas empêché la Commission postérieurement à la publication de cet arrêt, dans un document récent relatif aux «Alertes aux résultats», de rappeler «qu'indépendamment de cette appréciation portée sur les obligations réglementaires des entreprises au regard des informations portées à la connaissance du public, une saine politique de communication financière, ainsi que le souci du respect des actionnaires, devraient conduire à rectifier les informations de nature financière erronées dont l'entreprise viendrait à avoir connaissance dans une publication et la concernant». La Commission tenterait-elle de rentrer par la fenêtre alors que la cour d'appel lui ferme la porte ?

- Si l'on approuve sans réserve cette décision, comme nous l'avions déjà indiqué lors de la précédente chronique en contestant le bien-fondé de la solution adoptée par la Commission dans sa décision de sanction, l'arrêt du 11 janvier 2000 nous laisse un regret, celui de ne s'être pas prononcé sur le deuxième moyen invoqué par le requérant, à savoir l'influence sur le cours de bourse de l'information. Il est vrai que retenir le premier moyen permettait aux magistrats de prononcer l'annulation sans avoir à se pencher sur le second. Or, si le premier était d'ordre juridique (portée du règlement n° 90-03), le deuxième était d'ordre économique. En effet, vérifier si une information erronée diffusée dans le public a eu une influence sur l'évolution du cours de bourse conduit à adopter deux attitudes : soit choisir la voie de la subjectivité, soit au contraire adopter une démarche plus scientifique et essayer de reconstituer, *a posteriori*, l'évolution du cours du titre compte tenu de la diffusion de cette information. Certes, là encore, il ne s'agit pas d'une science exacte, et toute reconstitution suppose une dose de subjectivité, ne serait-ce que pour apprécier les paramètres nécessaires à l'analyse. Toutefois, c'est la démarche généralement suivie par les tribunaux américains qui n'hésitent pas à recourir à la «*fraud-on-the-market theory*» (9). Tel ne semble pas être le cas en France, ce qui est dommage dans la mesure où l'incrimination d'atteinte à la formation des cours est typiquement une infraction économique qui nécessiterait, comme en droit de la concurrence, de prendre en compte la dimension économique des faits, et non une seule appréciation juridique. Au cas présent, les requérants contestaient l'influence de l'information sur le montant de l'augmentation de capital et le prix par action qui serait appliqué, considérant que la forte évolution du cours de bourse était motivée par une spéculation autour d'une prise de contrôle de la SFCMC par son concurrent la société Partouche. Il aurait été intéressant de tenter de reconstituer l'évolution du cours de bourse de la société en supprimant les effets de l'annonce de l'augmentation de capital. Nous devons cependant nous contenter du silence des magistrats sur cette question, même si l'on peut constater avec satisfaction que le ministère public a observé «*qu'il n'existe pas d'élément objectif permettant de déterminer que l'information relative au prix unitaire annoncé pour l'augmentation de capital ait eu, à elle seule, une incidence suffisante sur l'évolution du cours susceptible d'être qualifiée de significative*». Encore quelque temps, et ce moyen devrait prospérer, voire même être retenu par la cour. Alors, 2000 serait vraiment une *annus horribilis*.

(9) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, *Litec*, 1998, n° 1014.