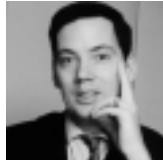


# Chronique financière et boursière



**Hubert de Vauplane**  
Direction des affaires juridiques  
Paribas



Avec la participation exceptionnelle  
de **Thierry Bonneau**  
Agrégé des facultés de droit  
Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris 2)

## Jurisprudence et décisions administratives

### **Sanctions Cob. Règlement n° 90-02. Déclaration en assemblée d'une émission à venir. Indétermination du prix d'émission. Influence sur le cours de bourse (oui)**

*Société Fermière du Casino municipal de Cannes, 18 juin 1999, Bull. Cob, n° 337, p. 19. Voir aussi «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 1050.*

*Les déclarations d'un président de société en AGO relatives au prix d'émission d'une augmentation de capital à venir, reproduites dans la presse, ne sont pas l'expression d'une intention, mais constituent une annonce de caractère financier portant sur un événement futur. En conséquence, en ne portant pas à la connaissance du public, le plus tôt possible, l'indétermination du prix d'une émission d'actions, fait ayant eu une incidence significative sur le cours du titre, la société a commis le manquement prévu par l'article 4 du règlement n° 90-02. Ces agissements ayant eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché, portent atteinte à l'égalité de traitement et de l'information des investisseurs ou à leurs intérêts au sens de l'article 9-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.*

La Fermière manquerait-elle de chance ? On se souvient que les affaires autour de cette société (SFCMC) concessionnaire du casino municipal de Cannes ont déjà donné lieu à de nombreuses décisions de jurisprudence à la suite de l'entrée d'un actionnaire important, mais minoritaire, dans son capital. Dans la présente affaire, il est fait reproche à cette société d'avoir laissé diffuser de fausses informations à l'occasion d'une assemblée d'actionnaires. En avril 1997, lors de l'assemblée générale ordinaire de la SFCMC, le président répondait à une question d'un actionnaire sur les modalités d'une augmentation de capital dont le principe avait déjà été annoncé. Il déclarait que «l'augmentation de capital 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 [soit environ 10 000 francs par action]. Le montant de l'augmentation de

capital sera situé autour de 150 millions de francs [...]. Nous attendons en tout état de cause les résultats de l'expertise quant à la conversion des parts en actions pour pouvoir arrêter définitivement les modalités de l'augmentation de capital». Reprenant ces propos, la presse économique ne rendait pas exactement compte de la réserve exprimée par le président de la SFCMC en présentant comme une certitude ce qui n'était annoncé que comme une éventualité (l'usage du conditionnel et les réserves exprimées quant aux modalités de l'opération déterminée en fonction d'une expertise) (14). Quelque temps après, en novembre 1997, le conseil d'administration de la SFCMC décidait de procéder à cette augmentation de capital, pour un montant de 266 millions de francs avec maintien du droit préférentiel de souscription, au prix d'émission de 5 060 francs par actions. Cette décision a soulevé de vives réactions parmi les actionnaires minoritaires qui ont déposé une plainte devant la Cob au motif que le prix annoncé ne correspondait pas aux déclarations du président de la société lors de l'AGO d'avril 1997. Selon la Cob, ces informations ont influé sur le cours du titre. L'examen du marché des actions et des parts de fondateurs de la SFCMC a montré que ces titres, au lendemain de l'AGO d'avril 1997, ont connu une hausse de leur cours de près de 20 % durant le mois de mai. Le cours de l'action qui, de début janvier à fin avril 1997, avoisinait 5 000 à 6 000 francs n'a cessé de monter pour atteindre 6 800 francs le 29 mai 1997. L'information donnée par le président de la SFCMC, telle qu'elle avait été relayée par des articles de presse dans les jours suivants, n'a fait l'objet d'aucun communiqué de la SFCMC afin d'avertir le public que le prix de l'augmentation de capital prévue n'avait pas encore été définitivement arrêté et pouvait s'écarter du chiffre cité. Une enquête a été ouverte par la Cob et, au vu de ses résultats, des griefs ont été notifiés à la société sur le fondement des articles 4 et 8 du règlement n° 90-02. Dans sa décision du 18 juin 1999, la Cob a prononcé une sanction pécuniaire de 100 000 francs pour comportement ayant eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché. Pour motiver sa décision la Commission a considéré que «les déclarations [du président de la SFCMC] relatives au prix de l'émission, reproduites dans la presse, n'étaient pas l'expression d'une intention, mais constituaient une annonce de caractère financier portant sur un événement futur ; que l'incertitude dont l'objet de cette annonce était affecté n'apparaissait pas à la lecture des articles précités ; Considérant que la société SFCMC devait dès lors porter à la connaissance du public, le

plus tôt possible après la parution desdits articles de presse, le caractère incertain du prix d'émission de l'action [...] ; Considérant que [...] l'imprécision de l'information diffusée par la SFCMC [...] a exercé une influence significative sur le cours du titre ; Considérant qu'il résulte de ce qui précède qu'en ne portant pas à la connaissance du public, le plus tôt possible, l'indétermination du prix d'émission de l'action, fait ayant eu une incidence significative sur le cours du titre, la SFCMC a commis le manquement prévu par l'article 4 du règlement n° 90-02 ; que ces agissements ont eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché, portant atteinte à l'égalité de traitement et de l'information des investisseurs ou à leurs intérêts au sens de l'article 9-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967». Cette décision retient l'attention du commentateur dans la mesure où elle met à la charge des émetteurs un devoir de démentir des informations incomplètes, fausses, ou erronées annoncées par des tiers. Si tel est le cas (la décision fait l'objet d'un appel devant la cour de Paris), il conviendra de tirer un certain nombre de conséquences pratiques de cette nouvelle obligation à la charge des émetteurs. Auparavant, il convient de se pencher sur l'argumentation de la Commission. La problématique se concentre sur la qualification à apporter aux déclarations du président de la SFCMC lors de l'AGO : «annonce» ou «intention» ? Dans le premier cas, il doit s'agir d'une «annonce de caractère financier portant sur un événement futur» qui, selon l'article 4 du règlement Cob n° 90-02 doit être portée à la connaissance du public dans la mesure où elle est susceptible d'avoir un effet sur le cours du titre. Pour être applicable, cette disposition suppose que soit établi un «fait» (l'article 4 du règlement précité mentionne «tout fait susceptible»). Une annonce est bien un fait. En est-il de même d'une intention ? Rien n'est moins sûr. Une intention comporte, par définition, un degré d'incertitude qui n'existe pas dans l'annonce. Certes, lorsqu'une annonce porte sur une opération financière, les modalités pratiques de celle-ci peuvent être encore méconnues lors de la déclaration, mais le principe de sa réalisation est définitivement arrêté. C'est d'ailleurs pour cela qu'une déclaration d'intention suit un régime différent de celui de l'article 4 du règlement précité ; l'article 5 du règlement Cob n° 90-02 prévoit que «lorsqu'une personne a été amenée à faire état publiquement de ses intentions et, que par la suite ces dernières ne sont plus conformes à sa déclaration initiale, elle est tenue de porter immédiatement à la connaissance du public ses nouvelles intentions». Au cas d'espèce, cette intention a été portée à la connaissance du public lors de l'assemblée et si le principe en a été (mal) repris dans la presse financière, ce n'est point du fait de l'émetteur : il semble donc que les propos du président de la SFCMC répondent mieux au régime de l'article 5 du règlement 90-02 qu'à celui de l'article 4. Toute autre interprétation conduit à faire porter la responsabilité de la déformation d'une information (ici sur le prix d'émission de l'augmentation de capital) sur l'émetteur alors que cette déformation provient d'une mauvaise reprise de propos par des journalistes ; en d'autres termes, une telle logique fait peser sur tout émetteur une obligation de démentir des déclarations mal interprétées. Nous ne pouvons pas approuver une telle vision qui assimile une information déformée par certains journalistes à un «fait» important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur les cours que l'émetteur doit porter à la connaissance du public. En procédant ainsi, la Commission fait porter sur les émetteurs la responsabilité d'autrui créant une obligation de contrôle de la

presse par les sociétés cotées.

Enfin, il n'est pas sûr qu'il y ait un lien entre les propos tels qu'ils ont été interprétés par la presse et l'évolution du cours de bourse de la société SFCMC. Or, pour que le manquement soit caractérisé, encore faut-il, comme l'invite l'article 4 du règlement précité, que l'information ait une incidence significative sur l'évolution du cours de bourse. Dès lors que la Cob reconnaît dans sa sanction qu'il y a eu d'autres éléments qui ont influencé ce cours, l'incidence n'est plus significative. En conséquence, pour caractériser le manquement, la Cob doit motiver en quoi l'information donnée sur l'augmentation de capital a eu une incidence significative. Or, une telle preuve semble très délicate à établir. En effet, on remarquera que cette évolution des cours, bien qu'importante, n'est pas significative (20 % en un mois). Ensuite, l'annonce d'un prix d'émission supérieur au cours de bourse n'a pas forcément pour effet d'accroître le prix d'une action. Enfin, au cas particulier, il est probable que les rumeurs d'OPA aient constitué le moteur le plus efficace de la spéculation boursière qui a suivi l'AGO. En conséquence, il semble que la Cob ait agi par induction, ce qui n'est pas suffisant pour prouver l'influence sur les cours.

En conclusion, la décision commentée fait peser sur les émetteurs un risque de mise en jeu de leur responsabilité que le règlement n° 90-02 de la Cob n'a pas prévu. A l'extrême, on pourrait se demander s'il ne revient pas au contraire à la Cob de s'assurer que l'information diffusée par un émetteur a bien été interprétée par la presse et en cas contraire que la Cob – et non l'émetteur – procède à une mise en garde sur la portée et les conséquences de cette interprétation. Sans aller peut être jusque là, il semble déraisonnable de faire porter sur les émetteurs une obligation de démentir pour tout propos mal compris : si un émetteur dispose du droit de corriger une information relayée incorrectement par la presse, il ne doit s'agir que d'un droit et non d'une obligation. Sans doute conviendrait-il d'abord de demander à la presse de retranscrire fidèlement les propos et déclarations des émetteurs !

(14) Dans le journal *Les Echos* du 3 avril 1997, il était indiqué que «l'action nouvelle doit être proposée au prix unitaire de 10 000 francs (pour un cours de bourse d'environ 5 000 francs) ; *Investir* du 5 mai 1997 précisait «qu'une seconde augmentation de capital d'environ 150 millions (au prix d'environ 10 000 francs par action) sera réalisée» ; enfin, *Le Journal des Finances* pour sa part, dans son édition du 3 mai 1997, mentionnait que le président de la SFCMC «a annoncé son intention de procéder à une augmentation de capital d'au moins 150 millions qui serait réalisée aux environs du prix payé par Partouche soit 10 000 francs».