

L'américanisation du droit par la finance : mythe ou réalité ?

Wallace R. BAKER

Avocat à la Cour

RÉSUMÉ. — L'auteur constate que le droit américain exerce une forte influence par l'adoption du modèle de la SEC par la France, et sur le droit financier en général. Même si les lois régissant le délit d'initié sont similaires en France et aux États-Unis, après leur importation, elles ont acquis les caractéristiques du droit français et sont devenues différentes des règles américaines dont elles s'étaient inspirées.

I. — INTRODUCTION

Je vais essayer de répondre à cette question de manière globale mais plus particulièrement par rapport à la réglementation sur le délit d'initié. J'évoquerai quelques éléments de comparaison pour vérifier s'il y a américanisation du droit français et, si la réponse est positive, dans quelle mesure. Enfin, s'il s'avère qu'il y a américanisation réelle, du moins partielle, je tenterai de proposer des raisons d'une telle absorption du droit américain par le droit français. Peut-être pouvons-nous aussi nous demander si après l'importation du droit américain il n'y a pas eu amélioration du produit importé.

II. — LA DOCTRINE

En 1990 Patrick Mordacq, alors secrétaire général de la Commission des Opérations de Bourse, écrivait :

« Aujourd'hui, l'existence d'une agence publique indépendante calquée sur la SEC apparaît de beaucoup comme modèle d'avenir. Pourtant celui-ci n'a fait école que lentement et partiellement au Canada et en Australie,

puis en France en 1968, en Italie en 1978 et au cours des dernières années en Espagne et aux Pays-Bas¹ ».

Le professeur Gavalda, dans son article « Droits et devoirs des initiés dans des sociétés par actions » en 1976², parle, concernant l'ordonnance du 28 septembre 1967 instituant la COB, d'une « imitation plus ou moins fidèle des réglementations boursières anglo-saxonnes ».

III. — CINQ ÉLÉMENTS DE COMPARAISON

A. — *La règle de « s'abstenir ou divulguer »*

Cette règle existe aux États-Unis et en France. Elle signifie que les initiés qui possèdent une information confidentielle susceptible d'affecter le cours d'un titre doivent s'abstenir de vendre ou d'acheter jusqu'à ce que cette information soit rendue publique.

Cette règle semble être plus large en droit français qu'en droit américain. Aux États-Unis, le devoir de « s'abstenir ou publier » ne dépend pas uniquement de la possession de l'information privilégiée : il exigea même, au moins jusqu'à la date de la jurisprudence américaine O'Hagan en 1997, l'existence d'une violation de la *fiduciary duty* de la part de celui qui vendait ou achetait, ou, pour certains tribunaux, que les informations aient été acquises d'une manière abusive (*misappropriation theory*).

Les tribunaux américains semblaient plus soucieux, ou peut-être était-ce de la prudence, de ne pas définir ce qui était proscrit d'une manière trop extensive. L'important était de punir sévèrement les violations les plus sérieuses.

Les interdictions issues de la loi française relèvent d'une conception différente du délit d'initié. Il n'y a en effet ici aucune notion de *fiduciary duty* ; il s'agit simplement de s'abstenir d'agir ou de communiquer. L'article 5 du règlement COB n° 90-08 interdit en effet à « toute personne qui en connaissance de cause, possède une information privilégiée [...] [d'] exploiter, pour son compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information sur le marché. »

B. — *Fiduciary Duty*

Je prendrai comme exemple O'Hagan (1997)³, un des récents cas de jurisprudence de la Cour Suprême sur le délit d'initié.

Il s'agissait d'un avocat associé d'un cabinet d'avocats qui avait comme client Grand Metropolitan au moment où la société préparait son OPA sur Pillsbury. Cet avocat,

¹ P. Mordacq, « La COB et ses sœurs », *Marchés et techniques financières*, p. 195-203, n° 20-21, juillet-août 1990.

² C. Gavalda, « Droits et devoirs des initiés dans des sociétés par actions », *Revue des Sociétés*, 592 (1976).

³ *United States, Petitioner v. James Herman O'Hagan* N°. 96-842, June 25, 1997. [p. 199-205]

O'Hagan, utilisa des renseignements confidentiels qu'il avait reçus sur cette OPA pour acheter des actions de Pillsbury dont la valeur augmenta fortement après que l'OPA ait été rendue publique.

Justice Ruth Ginsburg a rédigé l'arrêt de la Cour. Elle a justifié la décision de la cour sur la base de la violation par O'Hagan de son *fiduciary duty* (stricte obligation de confidentialité envers son cabinet et les clients de son cabinet).

Cette motivation relève de l'institution anglo-saxonne du *trust* qui n'est pas dans la tradition française. Mais à peu près la même idée a été évoquée par M. Pierre Bézard lorsqu'il écrit que « la responsabilité pénale mise à leur charge repose sur l'idée que les mandataires sociaux sont tenus d'un devoir de loyauté à l'égard de leurs mandants-actionnaires et qu'ils n'ont pas le droit de confisquer à leur profit une information qui appartient à la société »⁴. Il me semble que, même si la tradition du *trust* et de la *fiduciary duty* n'est pas présente en droit français, on arrive à peu près au même résultat, voire peut-être à de meilleurs résultats. La formulation d'un « devoir de loyauté » est peut-être moins restrictive, plus large que la notion de *fiduciary duty* qui nécessite une relation juridique spéciale comme *trustee*. Mais bien qu'en théorie au moins, une partie de la doctrine américaine soit plus restrictive, les tribunaux ont élargi l'application de la *fiduciary duty* pour inclure des situations autres que le *trust* comme avocat et client, psychiatre et patient, mandataire et mandant, héritier et exécuteur, curateur ou tuteur et pupille, et, dans certains cas, dirigeant de société et actionnaire.

Il ne faut pas oublier que chaque pays apporte sans cesse des améliorations à ses lois, apparemment en toute indépendance d'influence étrangère. Néanmoins, il faut également garder en mémoire le fait qu'il se crée actuellement un fort courant d'échange d'idées entre les spécialistes du droit à l'occasion de colloques et lors de missions d'enseignement et de recherche effectuées dans d'autres pays que le leur. Les courants d'affaires impliquant souvent plusieurs pays, il n'est alors pas surprenant que les règles aient tendance à se rapprocher de plus en plus sur les questions de droit, surtout dans le domaine du droit financier régissant les affaires internationales.

Anne Salomon, commentant dans un article du *Figaro*⁵ un arrêt de la Cour de cassation⁶, a écrit que la cour avait « inventé » une nouvelle notion imposant une nouvelle règle de conduite aux dirigeants d'entreprises dans leurs rapports avec leurs actionnaires.

Dans ce cas d'espèce, M. Vilgrain, alors président de la société CFCF, avait acheté les actions de M^{me} Alary, actionnaire de la CFCF, à un prix de 3 000 F chacune avec la condition que si d'autres actionnaires de la famille Vilgrain vendaient leurs actions avant la fin de l'année 1991, ces actionnaires verseraient alors à M^{me} Alary la moitié de la différence entre 3 500 F et le prix de vente, si celui-ci était supérieur. Quatre jours plus tard, M. Bernard Vilgrain et le Groupe Vilgrain vendaient leurs actions à Bouygues à 8 800 F l'action.

⁴ Cité par Claude Doucoloux-Favard dans les Éditions Jurisclasseur 1997 Banque et Crédit, Fasc. 1640, p. 13.

⁵ « Naissance juridique du "devoir de loyauté" », *Figaro*, 19 juillet 1996, page IV.

⁶ Cour de Cassation, n° 43927, 27 fév. 1996, *Alary c/Vilgrain*, 1996 *La semaine juridique* n° 838, II Jurisprudence, commentaires de Dominique Schmidt et Nathalie Dion.

M^{me} Alary a estimé avoir été trompée par le silence de M. Vilgrain qui ne lui avait pas indiqué, avant qu'elle vende ses actions, (i) qu'il avait engagé Lazard à vendre les actions appartenant au Groupe Vilgrain pour un minimum de 7 000 F, (ii) qu'il avait reçu préalablement l'estimation d'une banque pour une valeur bien supérieure à 3 000 F et (iii) que la CFCF avait signé un contrat avec les Grands Moulins de Paris, une filiale de la CFCF, afin d'exploiter le terrain derrière la Gare d'Austerlitz, propriété des Grands Moulins de Paris. Un tel contrat ne pouvait qu'avoir un effet positif sur la valeur des actions.

La Cour de Cassation a confirmé l'arrêt de la cour d'appel qui avait alloué à M^{me} Alary des dommages pour « réticence dolosive » et a déclaré que « M. Bernard Vilgrain a manqué au devoir de loyauté qui s'impose au dirigeant d'une société à l'égard de tout associé ».

Bien qu'on ne trouve nulle part dans le texte de cet arrêt les termes *fiduciary duty* ou l'équivalent en français, les commentateurs de cet arrêt, le Professeur Dominique Schmidt et Nathalie Dion, auteur d'une thèse sur « Les obligations fiduciaires des dirigeants de sociétés commerciales : droit des États-Unis d'Amérique et droit français » (Orléans 1994), ont écrit dans leur note que « la Chambre Commerciale manifeste sa volonté, d'une part, d'insuffler un meilleur équilibre contractuel dans le droit des sociétés, d'autre part, de rappeler aux dirigeants le contenu de leurs devoirs envers les actionnaires. » « Elle intègre ainsi dans notre droit l'un des concepts les plus importants du droit américain des sociétés : les *fiduciary duties*, qui comprennent un devoir de diligence (*duty of care*) et un devoir de loyauté (*duty of loyalty* ou *duty of fair dealing*). Ce dernier interdit principalement aux dirigeants d'être à la source d'un conflit d'intérêt entre leurs intérêts personnels, directs ou indirects, et ceux de la société ou des associés. La loyauté relève en effet de l'essence même du contrat de société qui exige le respect de la communauté d'intérêt des associés. »

Il est intéressant de noter que si les juges ont été influencés par le droit des trusts anglo-saxons, cela n'apparaît pas clairement à la lecture de cet arrêt rédigé en français sur la base de concepts français. Le tribunal n'assoit pas son arrêt sur le code civil mais confirme le jugement de la cour d'appel qui a conclu que la « réticence dolosive », dans une interprétation plus large, peut être considérée comme un manquement au devoir de loyauté. Ainsi, la cour transforme la théorie de la fraude en une obligation « positive » de devoir de loyauté imposée aux dirigeants d'entreprise, ce qui en fait une obligation morale d'un plus haut niveau que le devoir « négatif » de ne pas commettre de fraude. Les commentateurs de cet arrêt soutiennent que ce concept se rapproche du concept de *fiduciary duty* du droit anglo-saxon bien que le libellé de l'arrêt soit différent et moins restrictif, à moins qu'il ne soit entendu comme applicable qu'aux seuls dirigeants d'entreprise.

Ainsi, en regard de cet élément de comparaison, on peut conclure que si le tribunal a été influencé par le droit anglo-saxon en matière de *fiduciary duties* pour développer ce qui peut être qualifié d'innovation, il a en tout cas utilisé un langage plus acceptable et moins sujet à controverse pour les traditions juridiques françaises que l'idée de *fiduciary duty*. Il faut rappeler que le droit français n'avait pas jusqu'ici réussi à définir et autoriser l'établissement de trusts, malgré le fort soutien du monde financier.

C. — *Misappropriation theory*

Dans certains cas, il n'est pas possible de prouver l'existence d'un *fiduciary duty* en droit américain, malgré un usage abusif des renseignements confidentiels, par exemple dans le cas de l'employé d'un imprimeur qui devine le nom d'une société laissé en blanc dans un prospectus et achète ensuite des actions. C'est peut-être pour cette raison, et probablement aussi pour réunir une majorité de voix à la Cour Suprême, que Justice Ginsburg a assis son *opinion* sur la notion complémentaire de la *misappropriation* pour essayer d'élargir le champ des violations et favoriser ainsi l'action de la SEC. Auparavant, ce dernier concept n'était pas accepté par tous les tribunaux et les cours.

En France, un auteur indique dans un article que la phrase « détournement de biens sociaux » pouvait être considérée comme une approximation de l'anglais *misappropriation*. Or *misappropriation* signifie « *to appropriate wrongly or misapply in use especially wrongfully and for one's use* » et *appropriate* signifie « *to set apart for a particular use or person* ». De plus, un détournement de biens sociaux implique, je crois, en droit français, un appauvrissement de la société, par exemple lorsqu'un dirigeant de société utilise des actifs (argent) pour ses besoins personnels. Ce n'est pas nécessairement le cas en droit américain. Il n'est pas certain que l'acte de *misappropriation* doive causer un préjudice à la société, sauf si ces agissements illicites des dirigeants entraînent la perte de confiance des investisseurs dans les dirigeants de la société ou dans la société.

Ces considérations montrent que les problèmes de passage du droit d'une culture à une autre, lors d'une étude comparative de ces droits, sont très délicats.

L'information confidentielle n'est pas non plus un bien comme les autres – tangible ou intangible. Elle n'est pas exactement de la même nature qu'une marque, un brevet ou un secret de fabrication.

D. — *Recel*

Dans l'affaire Pechiney⁷, il a fallu rechercher la qualification pénale hors de l'infraction d'initié parce que les personnes qui étaient les bénéficiaires, Messieurs Pelat, Théret, Reiplinger et Einden, n'étaient pas des informés privilégiés par profession ou fonction. Dans ce cas, le recel pouvait être retenu à condition d'établir le délit principal de communication illicite d'information privilégiée. L'infraction d'initié par communication illicite fut bien constatée par les juges, même si M. Boubil fut relaxé par manque de preuves contre lui. Une créativité jurisprudentielle intéressante !

L'équivalent le plus proche de la notion de recel aux États-Unis est probablement la théorie de la *conspiracy* qui pouvait être avancée comme fondement pour sanctionner les bénéficiaires, *outsiders* mais participants d'une opération illicite.

Cette jurisprudence montre que, malgré l'inspiration par le droit américain, les concepts français comme celui de « recel » sont utilisés pour justifier les décisions des

⁷ Claude Doucoloux-Favard, « Deuxième acte de l'affaire Pechiney », *Les Petites Affiches*, n° 133, 5 nov. 1993.
[p. 199-205]

tribunaux et cours. En fait, le *Insider Trading* du droit américain a été vite francisé par le droit pénal français.

E. — *Sanctions*

Le droit des initiés américains aux États-Unis est souvent appliqué avec des sanctions beaucoup plus fortes que celles imposées en France. Un auteur français a écrit que « nos magistrats sont plutôt laxistes » en citant le cas de Denis B. Levine aux États-Unis qui a été condamné à deux ans de prison et plus d'un million de francs d'amende et celui de Milken, le directeur de Drexel Banque, qui a été condamné à dix ans de prison. « L'échelle américaine n'est pas la nôtre »⁸.

IV. — CONCLUSION

Comme nous avons vu, l'origine de l'idée de création de la COB et du concept de délit d'initié se trouve bien aux États-Unis. Mais nous avons aussi vu qu'une fois insérées dans le droit français, ces idées étrangères sont souvent bien francisées pour se conformer à la culture, aux valeurs françaises et au système juridique et judiciaire français – un contexte juridique différent. L'emprunt au droit américain développe ses caractéristiques propres et souvent indépendamment des développements aux États-Unis.

Sur le plan théorique, les règles françaises sont peut-être plus logiques, mais on peut se demander si à tenter de trop bien faire on ne finit pas par être moins efficace lors du traitement des cas les plus graves.

On doit aussi noter que les emprunts aux lois étrangères ne sont pas un phénomène récent. Un regard sur l'histoire du droit révèle maints exemples à travers les âges. Le droit romain a d'abord été répandu par la conquête militaire pour devenir le système juridique d'une sorte d'union européenne par la force. Après les invasions qui mirent fin à l'empire romain, le droit romain codifié par Justinien est revenu plusieurs siècles plus tard, d'abord et probablement en partie grâce au professeur Irnerius à Bologne vers la fin du XI^e siècle, puis par la réception de divers pays européens, sauf la Grande Bretagne. Le droit romain est devenu une partie importante de la culture juridique européenne grâce à son organisation, sa structure et sa qualité. Il était le meilleur système juridique qui, d'après certains savants, ait jamais existé – comme le Code civil français fut un modèle adopté par un grand nombre de pays il y a deux cents ans parce qu'il était le modèle le plus adapté à son temps.

De nos jours, avec la très forte croissance économique et financière aux États-Unis, le droit américain, surtout dans le domaine de la finance, est devenu un modèle en grande partie parce qu'il y a aux États-Unis plusieurs grands centres financiers, surtout à New York. Un autre élément est peut-être le modèle économique de la libre entreprise telle que pratiquée aux États-Unis avec le support intellectuel des études et écrits réalisés, pour l'essentiel, par les économistes de la Chicago School (beaucoup de Prix Nobel).

⁸ Claude Doucoloux-Favard, Éditions Jurisclasseur 1997 Banque et Crédit, Fasc. 1640, p. 23.

L'expansion du droit américain a aussi été favorisée par un secteur d'affaires soutenu par de très grosses sociétés multinationales d'origine américaine et par les grandes banques anglo-saxonnes qui les financent. Le droit américain, très souvent, fait partie du modèle du système de la libre entreprise et semble avoir pour le moment la faveur d'un nombre significatif de pays développés malgré ses faiblesses comme système social.

Le droit financier américain est, dans un sens, imposé dans beaucoup d'affaires importantes pour ces raisons, pour les sociétés qui ont besoin de chercher des capitaux aux États-Unis à l'effet de garantir leur croissance.

Aussi, pour ces opérations et d'autres dans le domaine international, les règles, le droit et le style des contrats américains tendent à devenir la norme internationale, surtout dans la finance où les marchés financiers sont devenus des marchés internationaux et libres – une sorte de marché commun mondial. Néanmoins, la majorité des opérations financières sont telles qu'elles nécessitent une connaissance approfondie des lois et des réalités locales, un fait dont il est primordial de se souvenir.

Wallace R. Baker
Baker & McKenzie
32 avenue Kléber
75116 Paris
wallace.baker@bakernet.com