

# L'américanisation du droit français par la vie économique

David FREEDMAN

RÉSUMÉ. — Devant l'importance accrue des investisseurs institutionnels étrangers, entreprises et institutions financières françaises adaptent leurs structures pour mieux répondre à leurs critères.

## I. — LES FACTEURS DE L'AMÉRICANISATION DU DROIT FRANÇAIS PAR LA FINANCE

1. — *L'internationalisation des marchés financiers imposent leur harmonisation*

2. — *Les introductions internationales avec double, triple... cotations*

- De plus en plus, les entreprises veulent lever des capitaux sur différentes places boursières, et en particulier sur le New York Stock Exchange.

3. — *La prépondérance des investisseurs institutionnels*

- Part de plus en plus importante des investisseurs institutionnels dans la capitalisation boursière française (40 %).
- Ils importent avec eux leurs pratiques et leurs normes, ce qui a incité les entreprises françaises à adapter leurs structures pour répondre à leurs critères.

4. — *La plus grande disponibilité de l'information financière par Internet.*

- Le développement du réseau Internet augmente considérablement la rapidité et les capacités d'échanges de l'information.
- Internet permet de « pouvoir assurer la transmission d'un *message unique*, tout en s'adressant à des *populations différentes* »<sup>1</sup>.

II. — LES VECTEURS DE L'AMÉRICANISATION DU DROIT FINANCIER

A. — *Le gouvernement d'entreprise*

- La « *corporate governance* » a pour objectif de rechercher les meilleurs moyens de parvenir à ce que les sociétés anonymes soient gérées dans l'intérêt commun de tous les actionnaires et non dans celui des majoritaires ou des dirigeants.
- L'application des principes du gouvernement d'entreprise au sein d'une société cotée est devenue un véritable *critère d'investissement* pour de nombreux gestionnaires français et internationaux.

1. La dissociation des fonctions de président du conseil et de directeur général

- Dans le système américain, les postes de *Chairman of the Board* et de *chief executive officer* sont occupés par deux personnes différentes.
- Le projet de loi sur les nouvelles régulations prévoit une dissociation à l'américaine des fonctions de président du conseil et de directeur général : le pouvoir de direction est donné au directeur général qui est le véritable patron de l'entreprise, alors que le président agit au nom du conseil d'administration qu'il représente et n'a aucun pouvoir de gestion propre.

2. La présence au sein des conseils d'administration d'administrateurs indépendants (non exécutifs)

- Les sociétés américaines font coexister au sein d'un même conseil d'administration des administrateurs exécutifs, qui exercent des fonctions au sein de l'entreprise, et des administrateurs indépendants, extérieurs à l'entreprise.
- Cette participation d'une certaine proportion d'administrateurs indépendants est recommandée par le Rapport Viénot comme par le Rapport Marini.

<sup>1</sup> Frédéric Delaude, « Quelle communication financière à l'international ? », *AGEFI*, 5 janv. 1996, p. 21.  
[p. 207-211]

### 3. La limitation du nombre de mandats d'administrateurs

- Le projet de loi sur les nouvelles régulations économiques prévoit qu'une même personne ne pourra exercer plus de cinq mandats d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance, qu'elle intervienne à titre personnel ou en tant que représentant permanent d'une personne morale.

### 4. La création de comités : comité d'audit, comité de nomination et comité de rémunération

- Le New York Stock Exchange et la National Association of Securities Dealers exigent que toutes les sociétés cotées disposent d'un comité d'audit.
- Recommandée par la COB dès 1984, l'institution d'un comité d'audit est très vivement encouragée dans le Rapport Viénot II de juillet 1999.

### 5. La rémunération des dirigeants

- Aux États-Unis, la SEC impose une information précise et individualisée sur la rémunération des dirigeants dans le rapport annuel des sociétés cotées.
- Le projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques prévoit que le rapport annuel devra rendre compte du montant de la rémunération totale ainsi que des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, *à chaque mandataire social* et à chacun des dix salariés les mieux rémunérés.

### 6. La déontologie (obligations et responsabilités) des administrateurs

- Les « *fiduciary duties* » américaines (*duty of loyalty, duty of care, business judgment rule*), qui constituent le cœur de la *corporate governance* américaine, se développent dans le droit des sociétés français sous la forme de concepts juridiques classiques, propres au droit français comme la bonne foi, la confiance, la loyauté.
- La Cour de cassation a par ailleurs, dans un arrêt du 27 février 1996, consacré avec fermeté le devoir de loyauté à la charge du dirigeant de société à l'égard de tout associé.

## B. — La transparence de l'information

### 1. Les normes comptables

- Les États-Unis ont récemment pris le contrôle de l'IASC (International Accounting Standards Committee), l'institut chargé d'organiser les normes comptables internationales.
- Le Président de la SEC, Arthur Lewitt, a immédiatement imposé à l'IASC un nouveau mode de fonctionnement faisant converger les normes comptables internationales avec les normes américaines.
- De l'aveu même de Michel Prada, président de la Commission des Opérations de Bourse, « on ne peut pas bâtir des normes internationales contre – ou sans – les Américains »<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> « Tous les comptables du monde vont obéir à Wall Street », *L'Expansion* 30 mars-12 avril 2000, p. 88.

## 2. L'alerte aux résultats (« *profit warning* »)

- La SEC soumet les entreprises à l'obligation d'informer le marché lorsque les attentes en terme de résultats doivent être modifiées (« *profit warning* »).

- La COB a adopté, le 28 mars 2000, les recommandations du rapport Lepetit sur l'« alerte aux résultats » : désormais, lorsqu'une entreprise est amenée à constater que ses résultats attendus seront en dessous de la fourchette d'estimation donnée par un consensus de marché homogène, elle doit intervenir le plus tôt possible pour rétablir un niveau satisfaisant d'information concernant ces éléments.

## 3. Les comptes trimestriels

- Les entreprises cotées aux États-Unis publient toutes des résultats trimestriels.

- La COB recommande très fortement aux entreprises françaises de publier des comptes trimestriels et de réduire leurs délais de publication car ceci permet de réduire les périodes d'incertitude, de limiter les mauvaises surprises, d'éviter les corrections brusques de cours, et donc d'améliorer la confiance du marché dans l'entreprise.

## 4. L'instauration d'une période d'embargo (« *quiet period* »)

- La SEC impose aux entreprises une *quiet period* pendant laquelle l'entreprise se refuse à donner des informations nouvelles sur ses résultats.

- La COB recommande aujourd'hui à toutes les entreprises l'instauration, avant la publication des résultats, d'une période d'embargo pendant laquelle l'entreprise ne communique aucune information sur la santé de ses affaires ou ses résultats.

## 5. La diffusion d'informations financières sur Internet

- La COB, comme la SEC, exige que toute information susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours de la Bourse fasse l'objet d'une diffusion effective et intégrale par communiqué avant d'être disponible sur Internet.

### C. — *L'appel public à l'épargne et le placement privé*

#### 1. L'appel public à l'épargne

- La COB a décidé, sous la pression des émetteurs américains, de réformer l'appel public à l'épargne en abandonnant toute idée de seuil quantitatif pour adopter une approche qualitative.

- L'article 6 de l'ordonnance de 1967 dispose désormais que constitue une opération d'appel public à l'épargne l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé, ou l'émission ou la cession d'instruments financiers en ayant recours, soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement.

#### 2. La définition du placement privé

- Le placement privé a été conçu selon la même approche qualitative que l'appel public à l'épargne : constitue un placement privé l'émission ou la cession d'instruments

financiers auprès d'investisseurs qualifiés ou dans un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour leur propre compte.

### 3. La notion d'investisseurs qualifiés

- Aux États-Unis, la notion d'investisseurs qualifiés est assez large puisqu'elle inclut les établissements financiers, les investisseurs institutionnels, les sociétés commerciales mais aussi les personnes physiques dont la fortune personnelle (*net worth*) est supérieure à 1 million de dollars ou dont le revenu net annuel est supérieur à 200 000 dollars.

- Importée directement des États-Unis, la notion d'investisseur qualifié a été introduite en France par la loi DDOEF du 2 juillet 1998. Elle n'est cependant pas aussi large que la notion américaine dans la mesure où elle exclut les personnes physiques de la qualification d'investisseurs qualifiés.

### 4. La notion de cercle restreint d'investisseurs

- Un cercle restreint d'investisseurs est défini comme étant composé de personnes, autres que les investisseurs qualifiés, liées aux dirigeants de l'émetteur par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial.

- Lorsque l'opération vise moins de cent personnes, la condition du cercle restreint d'investisseurs est présumée remplie, mais cette présomption n'est qu'une présomption simple cédant devant la preuve contraire qui peut être apportée par la COB ou par tout investisseur.

- Lorsque l'opération vise un cercle restreint de plus de cent personnes, la société émettrice doit pouvoir attester des relations personnelles des investisseurs avec l'un de ses dirigeants.