

# Les fusions-acquisitions face à la loi Sarbanes-Oxley

**Dans le cadre des fusions-acquisitions, bancaires ou autres, la loi Sarbanes-Oxley procure-t-elle un avantage aux sociétés cotées aux États-Unis que les sociétés européennes devraient craindre ?**

Ted Kamman  
Avocat associé  
Clifford Chance



Lydia Thimon  
Stagiaire  
Clifford Chance



■ La loi Sarbanes-Oxley est volontiers reconnue comme l'entrave majeure aux cotations de sociétés, notamment étrangères, aux États-Unis. Pour autant, certaines personnalités, réputées pour leur opposition à une surréglementation boursière aux États-Unis, ne militent pas en faveur d'un changement substantiel du texte de la loi, mais pour un assouplissement dans sa mise en œuvre et une interprétation plus raisonnable de ses dispositions<sup>1</sup>. Juristes, banquiers d'affaires et autres spécialistes des marchés de capitaux savent que la baisse relative du nombre d'introductions en Bourse de sociétés étrangères aux États-Unis n'est pas réellement due à un excès de régulation boursière (a fortiori la loi Sarbanes-Oxley), mais plutôt à l'inverse. De même, le régime souple du placement privé aux États-Unis, non assujéti aux dispositions de cette loi, rend les introductions en Bourse moins incontournables pour bénéficier des avantages que procure l'accès aux marchés de capitaux américains.

Dans le même ordre d'idées, la baisse relative du nombre d'introductions en Bourse de sociétés européennes aux États-Unis tient à une liquidité accrue des marchés européens, laquelle n'est pas liée à une régulation a minima de ces marchés, mais à la confiance des investisseurs, gagnée grâce à une meilleure régulation desdits marchés financiers.

La réglementation boursière et les règles de *corporate governance* en France, comparées à celles américaines, ne sont pas fondamentalement beaucoup plus clémentes. Au contraire, la polémique suscitée par la loi Sarbanes-Oxley masque l'incroyable mouvement d'harmonisation des règles de transparence

*“La polémique suscitée par la loi Sarbanes-Oxley masque l'incroyable mouvement d'harmonisation des règles de transparence financière, comptables et en matière de corporate governance, en Europe et aux États-Unis.”*

financière, comptables et en matière de *corporate governance*, à l'œuvre depuis la fin des années quatre-vingt-dix, en Europe et aux États-Unis. Ce mouvement de convergence a pu agir comme un catalyseur des opérations de fusions et acquisitions transfrontalières.

La *corporate governance*, en tant que pilier de la régulation boursière, ne constitue pas un fait nouveau dans la

tradition juridique française. En revanche, la loi Sarbanes-Oxley a fait l'effet d'une véritable révolution outre-Atlantique en ce qu'elle a forgé un droit des sociétés fédéral alors que le pouvoir normatif en ce domaine appartient historiquement aux États fédérés. Cet aspect novateur de la loi tient au fait qu'elle impose désormais aux sociétés non seulement la transparence financière (*disclosure*) – ultime expression d'une conception libérale des marchés –, mais aussi de suivre des règles procédurales de *corporate governance*, encadrant à ce titre la liberté des sociétés dans la gestion de leurs affaires.

## La loi Sarbanes-Oxley et les sociétés étrangères cotées

Eu égard à la grande similarité actuelle des règles de *corporate governance* aux États-Unis et en Europe<sup>2</sup>, les dispositions notables de la loi Sarbanes-Oxley applicables aux sociétés étrangères cotées aux États-Unis, sont :

– celles qui instituent un comité d'audit obligatoire des sociétés cotées, composé au minimum de trois administrateurs, tous indépendants, et supervisant les relations entre la société et ses auditeurs ;

– celles qui requièrent, conformément à la Section 404, une attestation des dirigeants et des auditeurs sur les contrôles internes<sup>3</sup>.

En se plaçant du point de vue des émetteurs, les autres dispositions d'importance de la loi Sarbanes-Oxley visent des cas de fraude manifeste et ne deviennent pertinentes que dans des cas extrêmes et rares de dirigeants particulièrement malhonnêtes<sup>4</sup>.

En conséquence, la seule différence résiduelle entre les États-Unis et l'Europe réside dans les dispositions de la loi Sarbanes-Oxley sur les contrôles internes, à travers la fameuse Section 404. Remarquons que, à l'instar de la réglementation boursière américaine, le législateur français prescrit aux dirigeants de fournir une attestation sur les contrôles internes. En revanche, cette attestation n'est pas exigée, en droit français, des auditeurs. Donc, toute la controverse associée à la loi Sarbanes-Oxley se réduit en réalité à cette seule exigence qu'il serait, de notre avis, opportun de supprimer en s'inspirant de l'approche française.

### Une pilule empoisonnée en cas d'OPA hostiles

Paradoxalement, dans le contexte des fusions-acquisitions, la loi Sarbanes-Oxley peut être un atout pour les sociétés cotées aux États-Unis. Si elle est perçue comme un véritable fardeau, elle devrait, logiquement, se révéler, par ce biais, être un mécanisme de défense contre les OPA hostiles ou une *poison pill* particulièrement efficace. À l'inverse, lorsque les sociétés cotées américaines sont initiatrices de ces mêmes opérations, elles n'achoppent généralement pas sur des règles de *corporate governance* aussi rigoureuses que celles en vigueur aux États-Unis, et peuvent aisément se conformer, dans tous les autres pays, aux règles de *corporate governance*. Dans cette optique, il semble assez commode pour des sociétés américaines de s'introduire en Bourse sur les marchés européens afin de monnayer leurs acquisitions de sociétés européennes par des titres; alors que les sociétés européennes, non cotées aux États-Unis et souhaitant échapper à la loi Sarbanes-Oxley, devront se contenter de réaliser des acquisitions aux États-Unis avec du *cash*, lesquelles pourraient être moins avantageuses financièrement.

Mais, les sociétés européennes, et notamment les banques, ont-elles de véritables raisons de craindre, dans un contexte d'harmonisation et de conver-

gence des règles du droit boursier aux États-Unis et en Europe, une cotation aux États-Unis et la loi Sarbanes-Oxley?

En fait, l'engouement suscité par la nouvelle réglementation boursière était largement exagéré. Ce sont précisément les mythes entretenus autour de la loi Sarbanes-Oxley qui, occultant la réelle teneur de ses dispositions, ont généré une crainte presque irrationnelle de la loi, agissant comme une *poison pill*.

*“Les mythes entretenus autour de la loi Sarbanes-Oxley ont généré une crainte presque irrationnelle.”*

Cet engouement a trouvé sa source dans les grands scandales financiers comme Enron et dans la crise de confiance conséquente des investisseurs, ayant entraîné l'adoption de la loi. La loi Sarbanes-Oxley a dégagé de prime abord, de par ses dispositions éparses et sans grande cohérence, une impression de flou. De surcroît, la mise en application de la loi a nécessité un processus de réglementation et d'interprétation relativement long, entretenant une incertitude quant à sa mise en œuvre. Ainsi, c'est davantage cette incertitude conjuguée à une interprétation initiale inadaptée aux sociétés étrangères que la substance même de la loi qui a posé problème.

### La question de la Section 404

Mais, cette époque marquée par une forte incertitude est désormais révolue: le dernier chantier concernant l'attestation des dirigeants et des auditeurs sur les contrôles internes a été clôturé par l'instruction de la SEC (*guidance*) en décembre 2006. Tout le monde, aux États-Unis, s'accorde à reconnaître les conséquences non escomptées d'une interprétation initiale trop stricte de la Section 404. Les coûts engendrés, la première année, par la mise en conformité avec les dispositions de ce texte étaient beaucoup trop élevés: l'oligopole constitué par les quatre plus gros cabinets d'audits (les *Fat Four*), adoptant

une démarche excessivement conservatrice et témoignant d'une aversion pour le risque, a cru devoir procéder à un second audit de la société! On s'achemine vers une interprétation plus raisonnable de la règle instituée par la Section 404, basée sur un meilleur équilibre entre les coûts et les bénéfices de la règle avec pour mot d'ordre une approche déductive guidée par les seuls risques substantiels (*top-down, risk-based approach*). Ainsi, le véritable changement viendra, non d'une modification du texte, mais de son interprétation concrète.

En somme, en réponse au pessimisme presque disproportionné et consécutif à l'adoption de la loi, certaines sociétés bien avisées pourront tourner à leur avantage les dispositions de la loi Sarbanes-Oxley en adoptant de meilleures méthodes de gestion, et a fortiori les banques qui sont déjà coutumières de règles de gestion relativement strictes. Ainsi, les sociétés étrangères qui perçoivent cette subtilité dans la loi Sarbanes-Oxley ne devraient pas laisser à leurs concurrentes américaines toute latitude pour exploiter la *poison pill* incarnée par la peur de cette loi et continuer de limiter leurs stratégies d'acquisitions. ●

1. Le rapport dit Paulson – Committee On Capital Markets Regulation du 30 novembre 2006 –, relayé par la presse américaine préconise un allègement dans l'application de la Section 404, disposition relative à l'attestation sur les contrôles internes, en agitant la menace d'une perte de compétitivité des marchés financiers américains par rapport à leurs homologues européens.

2. À titre d'exemple, la loi interdit désormais les prêts personnels aux cadres dirigeants et aux administrateurs, ce qui était depuis longtemps interdit en droit français.

3. Cette disposition est applicable: – à partir de 2007 aux grandes sociétés étrangères pour les exercices clos à compter du 15 juillet 2006; – à partir de 2008 pour les sociétés étrangères et américaines de petite et moyenne taille pour les exercices clos à compter du 15 juillet 2007.

4. Parallèlement, du point de vue des auditeurs, la loi SOX pose un certain nombre des règles spécifiques qui vont dans le sens d'un accroissement de l'indépendance des auditeurs. Ainsi en va-t-il de: – La prohibition de certains services pour les auditeurs; – La rotation des auditeurs sur une base quinquennale.

On ne peut passer outre l'analyse des autres dispositions, mais force est de constater que ces dispositions ne sont pas difficiles à observer. D'autant plus que la plupart des dispositions applicables aux sociétés étrangères suivent un régime optionnel. En témoigne, l'approche *“comply or explain”* suivie par le NYSE (New York Stock Exchange) qui invite les sociétés à exposer les raisons qui les poussent à ne pas se conformer à la réglementation.