



CONCURRENCE MONDIALE DES MARCHÉS DE CAPITAUX DANS UN MONDE DE CONVERGENCE DES NORMES DE RÉGLEMENTATION

ALAN L. BELLER*
ANDREW A. BERNSTEIN**

La compétitivité des marchés de capitaux américains a été récemment un important sujet de discussions dans le monde. Il a souvent été avancé que les marchés de capitaux américains avaient perdu leur position dominante. Il a tout autant été soutenu que le poids de la réglementation aux États-Unis est une cause principale du déclin des marchés américains.

Comme c'est souvent le cas, la réalité est plus complexe que les opérateurs et les journalistes ne le voudraient. Il nous semble manifeste que la position de leader incontesté, dont les États-Unis ont longtemps bénéficié, s'est érodée. Ceci est moins dû à un quelconque déclin américain qu'au fait évident que les qualités

commerciales et réglementaires d'autres marchés se sont améliorées. Ces marchés rattrapent leur retard et, dans nombre de cas, le rythme de leur rattrapage s'intensifie. Les investisseurs institutionnels aux États-Unis et dans le monde entier sont disposés à allouer leurs fonds en fonction de la performance (au sens le plus large du terme) de ces marchés.

COMPÉTITIVITÉ DES MARCHÉS AMÉRICAINS

Si la position des États-Unis est déclinante, leur suprématie reste manifeste selon la plupart des critères. La forte baisse des nouvelles inscrip-

* Alan L. Beller est un associé du bureau de New York de Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. Il a été Directeur de la Division Corporation Finance de la Securities and Exchange Commission américaine de janvier 2002 à février 2006.

** Andrew A. Bernstein est associé au bureau de Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP à Paris.

tions à la cote des marchés américains a pris une importance symbolique injustifiée. Elle est mise en avant comme une preuve irréfutable du déclin par les critiques des États-Unis et est invoquée comme une preuve tout aussi irréfutable de l'envolée irrépressible de Londres.

Néanmoins, le volume des transactions en dollars, sur le New York Stock Exchange et le Nasdaq, s'est élevé à 22,1 milliards de dollars en 2005, alors que le volume du London Stock Exchange était de 5,7 milliards de dollars - moins qu'un seul des deux marchés américains pris séparément pour la même période. La capitalisation des sociétés cotées en 2005 représente 16,9 milliards de dollars pour le NYSE et le Nasdaq et 3,1 milliards de dollars pour le LSE - encore une fois, moins que soit le NYSE, soit le Nasdaq pris séparément¹.

De même, si Londres progresse en tant que centre financier, l'activité aux États-Unis (principalement New York) continue d'être dominante. Sur la base des déclarations financières, Goldman Sachs (qui prévient que ses chiffres ne sont pas nécessairement significatifs sur le plan géographique) a réalisé un chiffre d'affaires net de 14,3 milliards de dollars aux États-Unis et de 6,8 milliards de dollars en Europe. Les bénéfices avant impôt étaient encore plus élevés proportionnellement aux États-Unis, avec 5,3 milliards de dollars contre 1,4 milliard de dollars en Europe. Morgan Stanley (avec une réserve similaire sur la répartition géographique) a également démontré la prépondérance américaine en 2005, avec un chiffre d'affaires net de 18,8 milliards de dol-

lars aux États-Unis et de 6,8 milliards de dollars en Europe, et un bénéfice avant impôt, avant ajustements, de 4,2 milliards de dollars aux États-Unis contre 2 en Europe. L'activité principale de la Deutsche Bank se situe, sans surprise, en Allemagne mais même la Deutsche Bank (avec, encore, les mêmes réserves) a affiché en 2005 un chiffre d'affaires américain pas très inférieur à celui réalisé en Europe (hors Allemagne), avec 6,2 milliards de dollars en Amérique du Nord et 8,7 milliards de dollars en Europe (sans l'Allemagne). Ainsi, comme indiqué plus haut, à notre avis, la situation est à la fois que les États-Unis jouent le rôle principal et que cette situation s'amenuise dans la mesure où le reste du monde les rattrape.

La deuxième réalité est que les excès en matière de réglementation ont peu d'influence sur la situation concurrentielle. Une Commission sur la Réglementation des marchés de capitaux, qui réunit des universitaires et des experts juridiques et financiers, a été récemment constituée aux États-Unis pour évaluer les marchés financiers américains. La Commission, qui se présente comme privée et non partisane mais est cependant connue dans certains milieux comme la « Commission Paulson » (du nom de l'actuel Secrétaire américain au Trésor), a cité quatre raisons pour la perte de compétitivité des marchés américains au profit des non-américains :

- une augmentation de l'intégrité et de la confiance dans les principaux marchés financiers non-américains en raison d'une plus grande transparence et d'une meilleure information financière,



- un accroissement relatif de la liquidité des marchés non-américains et privés, qui a réduit la nécessité de se tourner vers les marchés de capitaux américains pour se financer,
- des améliorations sur le plan technologique qui facilitent les investissements américains sur des marchés non-américains,
- les différences dans le domaine de la réglementation régissant les marchés américains et les marchés non-américains et privés².

Le rapport intermédiaire de la Commission daté de novembre 2006 concentre ses recommandations sur l'atténuation des contraintes réglementaires qui frappent les sociétés sur les marchés américains car, selon ses auteurs, « il y a peu de chose que la puissance publique puisse faire pour inverser les effets des trois autres facteurs ». Nous n'avons pas l'intention de discuter ou d'évaluer les recommandations de la Commission mais plutôt d'insister sur la question de savoir si prendre des mesures pour réduire le fardeau d'une réglementation excessive sera suffisant pour réduire l'impact des trois premiers facteurs.

En fait, comme nous le montrons ci-dessous, nous pensons qu'il y a de fortes indications que nous assistions à une convergence des systèmes réglementaires, et certainement entre les États-Unis et l'Europe. Cependant, même s'il y avait une convergence réglementaire totale (ce qui ne se produira pas, du moins à brève échéance), il est improbable que les États-Unis reprennent un jour la position dominante qu'ils ont occupée sur les marchés internationaux. Pour

nous répéter, et comme la Commission sur la Réglementation des marchés de capitaux le reconnaît, sur le plan commercial les autres marchés rattrapent leur retard.

Notamment en ce qui concerne la cotation en Bourse, pour une société d'un pays qui dispose d'un marché des actions développé, l'intérêt d'une cotation secondaire aux États-Unis (ou toute autre cotation secondaire) a été fondamentalement affecté par les changements des marchés internationaux, tels que la déréglementation des placements auprès des investisseurs internationaux et les transactions électroniques mondiales. L'impact de cette diminution des différences réglementaires devrait être le plus fort dans la concurrence pour attirer les cotations de sociétés venant de marchés moins développés.

Les modifications dans les avantages commerciaux relatifs ne diminuent pas l'importance des considérations réglementaires. Bien au contraire, la diminution des avantages commerciaux des marchés de capitaux aux États-Unis rend l'attention des autorités américaines au fardeau réglementaire encore plus important. Une attitude estimant que « cela ne changera rien de toute façon » serait erronée. D'abord, comme indiqué ci-dessus, la position de leader des États-Unis dans la totalité des activités de marchés de capitaux existe toujours. Le maintien de cette position sera mieux assuré par une réglementation solide qui protège les investisseurs et engendre la confiance et la sécurité, et qui soit en même temps conçue de manière à atteindre ses objectifs sans faire d'excès. Ensuite, la réduction des avantages commerciaux fait que le

poids de la réglementation devient plutôt plus important que moins. Pour illustrer ceci d'une manière abstraite, si un marché offre un avantage d'une valeur de 1.000 dollars, celui-ci permet d'absorber avec de la marge des obligations réglementaires d'un coût de 500 dollars. Mais si l'avantage n'est que de 100 dollars, un coût réglementaire excessif de 500 dollars (ou même 200 dollars) aura un impact concurrentiel apparent bien plus grand et susceptible de nuire aux marchés et aux investisseurs.

SARBANES-OXLEY ET LA COMPÉTITIVITÉ DU MARCHÉ AMÉRICAIN

Si, comme nous l'avons dit précédemment, la compétitivité des marchés de capitaux va bien au-delà de la cotation et de l'enregistrement des sociétés, ces facteurs sont ceux qui sont les plus affectés par la Loi Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002, qui a suscité autant d'attention dans le domaine de la compétitivité des marchés. Pour une société non-américaine, la cotation de ses actions aux États-Unis (qui entraîne l'obligation de se conformer aux règles d'enregistrement et d'information édictées par la SEC) a toujours été coûteuse. Une telle décision comporte pour la société d'importants frais initiaux, et après sa cotation elle est tenue de respecter un certain nombre de règles comptables et d'information, y compris la mise en conformité des comptes financiers avec les normes comptables américaines.

En juillet 2002, le Congrès des États-

Unis a voté, et le président Bush a promulgué, la Loi Sarbanes-Oxley pour remédier à un certain nombre de situations qui étaient considérées comme ayant contribué à une vague de scandales financiers impliquant des sociétés comme Enron et WorldCom. Certains ont avancé que la SOX avait rendu excessif le coût de la réglementation et avait diminué la compétitivité des marchés de capitaux des États-Unis.

Nous pensons que la SOX a accru la qualité de l'information financière sur les marchés américains. Cependant, l'adoption de la SOX en 2002 a augmenté le coût pour une société non-américaine de rester cotée aux États-Unis et de conformer aux normes de la SEC. La SOX a également contraint les principaux dirigeants à s'intéresser à des règles qu'ils considéraient auparavant comme étant du domaine de spécialistes, en augmentant la responsabilité personnelle de ces dirigeants à l'égard des informations commerciales et financières publiées par les sociétés, et des processus utilisés pour réunir ces informations.

LE POINT HAUT APPARENT DE LA DIFFÉRENCE ENTRE LES RÉGLEMENTATIONS

L'adoption de la SOX en 2002 a provoqué en Europe une considérable inquiétude au sujet des coûts et obligations réglementaires que cette loi impliquait. La Securities and Exchange Commission (SEC) n'avait pas encore publié la réglementation interprétative de cette loi, ce qui a amené de grandes sociétés américaines à craindre le pire.



Au même moment, la Commission européenne et les parlements nationaux européens n'avaient pas encore non plus adopté de nouvelles règles en matière d'information, de déclarations comptables et de gouvernance.

Face à la perspective d'un « scénario catastrophe », les sociétés européennes, qui étaient déjà cotées aux États-Unis, ont étudié la possibilité de mettre fin à leur cotation américaine et à leurs obligations d'information à l'égard de la SEC, mais se sont aperçues que la réglementation américaine adoptée dans les années 1960 faisait qu'il leur était pratiquement impossible de se retirer de la cote américaine. Ceci a suscité une série de demandes en provenance d'Europe pour que la SEC modifie sa réglementation sur le retrait de la cote. Alors que certaines sociétés non-américaines semblent avoir réussi à convaincre de modifier les règles d'un tel retrait, comme nous le montrons ci-dessous, (certaines sociétés non-américaines qui ont la possibilité de se retirer pourraient choisir de ne pas le faire), la publicité faite autour de la question du retrait a augmenté le sentiment que le système réglementaire des États-Unis n'était pas adapté aux besoins des sociétés non-américaines.

La mise en œuvre de la SOX par la SEC en 2002 et 2003 a montré clairement que le « scénario catastrophe » ne s'était pas produit. Mais les sociétés non-américaines ont pris conscience d'un élément nouveau en 2005 lorsqu'elles ont progressivement réalisé la nature de l'obligation la plus coûteuse de la SOX. L'article 404 de la SOX impose aux sociétés de réaliser une évaluation de leurs systèmes de contrôle interne, d'identifier les « faiblesses

matérielles » qui affectent leur information financière. L'évaluation doit être accompagnée de l'opinion du commissaire aux comptes extérieur à la société sur l'évaluation faite par la direction.

La SEC a adopté des règles prévoyant que les dispositions de l'article 404 s'appliquaient aux plus grandes sociétés américaines pour les rapports annuels de l'année 2004, déposés en 2005. L'expérience a montré que l'application de ces règles améliorerait de façon manifeste les contrôles et la fiabilité des informations financières. Mais en même temps, le coût et les obligations imposées aux sociétés étaient manifestement excessifs. En particulier, le Public Company Accounting Oversight Board⁴ (PCAOB - Conseil de surveillance des normes comptables des sociétés cotées), créé par la SOX pour réglementer l'audit des sociétés cotées et instaurer des normes dans ce domaine, avait adopté (et la SEC avait approuvé) les Normes d'Audit N° 2 (AS 2 - Auditing Standards) concernant les procédures d'audit interne. Les AS 2 se sont avérées trop directives et complexes et permettaient aux auditeurs externes des interprétations qui exigeaient un travail et des coûts et charges excessifs pour les sociétés.

La SEC a reporté l'application de l'article 404 aux émetteurs non-américains et, en conséquence, elles ne s'appliquent aux grandes sociétés pour la première fois qu'avec les résultats de l'exercice 2006, publiables en 2007. Pour les plus petites sociétés non-américaines, le délai consenti est encore plus grand, si bien que l'application est reportée à un avenir encore non



précisé. Néanmoins, la réalité, et plus encore la perception, du caractère inutilement coûteux et fastidieux de ces contrôles internes et audits a constitué un nouveau choc important pour les sociétés non-américaines qui pesaient les avantages et désavantages d'une cotation aux États-Unis.

Les conséquences psychologiques de la SOX sont devenues visibles à toutes les sociétés non-américaines qui étaient déjà cotées ou qui envisageaient de s'inscrire à une cote américaine alors que des événements importants pesaient sur le marché. D'abord, l'adoption de la SOX a coïncidé avec la forte chute des marchés consécutive à l'éclatement de la « bulle technologique », les événements du 11 septembre 2001, les scandales boursiers et un ralentissement général de l'activité économique mondiale. Partout dans le monde, très peu de sociétés sont entrées en Bourse en 2002 et 2003, et moins encore aux États-Unis.

En outre, dans les années suivantes, lorsque les introductions en Bourse ont repris, les sociétés qui n'étaient pas cotées aux États-Unis se sont rendues compte qu'elles pouvaient attirer les fonds des investisseurs institutionnels américains sans être cotées aux États-Unis. Même les sociétés cotées aux États-Unis ont parfois limité leurs placements auprès des institutionnels américains, afin d'éviter les délais que pourraient occasionner un éventuel examen de leur prospectus par la SEC.

Cette tendance à privilégier les placements auprès des investisseurs institutionnels et à tirer parti des dispenses en matière de cotation et d'enregistrement est mondiale. Aux États-Unis, les placements exemptés

auprès des institutionnels ont été considérablement facilités par le règlement 144A adopté par la SEC en 1990, qui autorise les placements de titres auprès de grands investisseurs institutionnels sans enregistrement auprès de la SEC, mais aussi sans obligation d'information et de respect de la SOX. Depuis l'adoption du règlement 144A, les investisseurs institutionnels américains sont devenus plus confiants à l'égard des marchés européens, au point de travailler les titres de sociétés européennes sur les marchés européens, même si les sociétés sont cotées aux États-Unis. Il en va de même pour de nombreux marchés au-delà de l'Europe, et aussi pour des investisseurs institutionnels non-américains. Cette tendance a été encouragée par l'évolution des télécommunications et de la technologie qui permet à des investisseurs n'importe où dans le monde de traiter des titres sur n'importe quel marché.

Il en résulte que les sociétés européennes (et les sociétés non-américaines des autres marchés développés) ont désormais le choix pour faire coter leurs titres. Elles peuvent le faire aux États-Unis et subir les coûts liés aux critères américains d'information financière, de normes comptables, de gouvernance et de contrôle interne, y compris les dispositions prévues par la SOX. Elles peuvent, par contre, se faire coter sur leur marché national, et avoir accès à pratiquement le même vivier d'investisseurs institutionnels américains sans devoir se soumettre à la réglementation américaine et aux coûts qui en résultent. Ainsi, à l'exception de certaines raisons particulières qu'une société pourrait être cotée



aux États-Unis (comme l'appartenance à un secteur mieux valorisé ou mieux suivi par les analystes aux États-Unis, la volonté de procéder à des acquisitions ou la volonté d'être mieux considérée aux États-Unis) il n'était guère difficile de décider de ne pas se faire coter sur les marchés américains.

LE DIFFÉRENTIEL RÉGLEMENTAIRE S'AMÉNUISE

Si, contrairement à ce que nous pensons, l'excès de réglementation était réellement responsable de la perte de compétitivité, les États-Unis devraient rapidement regagner du terrain. La SEC a pris un certain nombre de mesures qui devraient réduire le coût du respect de la réglementation, notamment pour les sociétés non-américaines. Au même moment, l'Union européenne est sur le point de mettre en œuvre un dispositif réglementaire portant sur l'information, l'information financière et la gouvernance qui, sans être aussi contraignante quant au fond, n'en sont pas moins similaires à ce qui se fait aux États-Unis dans sa portée et ses objectifs. Dans quelques années, il est vraisemblable que les différences entre les obligations réglementaires entre les États-Unis et l'Europe seront considérablement réduites.

L'initiative de la SEC comprend un certain nombre de mesures portant précisément sur les contraintes imposées aux sociétés non-américaines, ainsi que des mesures favorables aux sociétés américaines et non-améri-

caines. Celles-ci comprennent notamment :

- à compter de 2002, la SEC a adopté des règles d'application de la SOX qui tenaient compte d'un grand nombre de préoccupations importantes des émetteurs non-américains et qui évitaient notamment les incompatibilités entre la SOX et les lois sur les sociétés des pays d'origine desdites sociétés. Les règles de la SEC ont également tenu compte d'un certain nombre de pratiques locales. Ainsi, la SOX impose que les auditeurs d'une société américaine cotée soient choisis par le comité d'audit de cette société. La SEC autorise l'assemblée générale d'une société à choisir les auditeurs si la loi le lui impose (comme, par exemple, en France), stipulant que le comité d'audit est seulement tenu de superviser l'opération et que les dirigeants ne devraient pas être responsables du choix des auditeurs. Ces aménagements décidés par la SEC sont conformes aux recommandations publiées dans le *Rapport Bouton* de 2002. De même, les règles de la SEC concernant les règles de sélection du comité d'audit prévues par la SOX prennent en compte la co-décision prévue par les lois allemandes ;

- la SEC a cherché à réduire les coûts et les contraintes du contrôle interne prévu par l'article 404 de la SOX. Comme nous l'avons dit plus haut, elle a autorisé les sociétés non-américaines à reporter à 2006 la date à laquelle les rapports annuels doivent se conformer à l'article 404 (et à une date encore plus lointaine pour les plus petites sociétés), alors que de nombreuses sociétés américaines y étaient soumises dès 2004. En outre, en décembre 2006, la SEC



a publié des commentaires interprétatifs pour inciter les sociétés et leurs auditeurs à concentrer leur évaluation sur des postes qui pourraient affecter matériellement les états financiers, afin de réduire les coûts générés par les analyses plus détaillées exigées par les auditeurs de nombreuses sociétés américaines. Le PCAOB, de concert avec la SEC, a proposé une nouvelle Auditing Standard (Norme d'Audit) Comptable N° 5 pour remplacer l'AS 2. Le but est que la nouvelle norme, qui est plus courte et moins contraignante, réduise le travail et les coûts, permette plus de discrétion et porte davantage sur les postes concrets et produise de meilleurs audits ;

- en décembre 2005, les règles concernant les introductions en Bourse ont été révisées pour permettre aux grandes sociétés qui publient des rapports auprès de la SEC d'émettre publiquement des actions et des obligations aux États-Unis sans que la SEC ne doive valider leur prospectus et, donc, sans retards dus à la réglementation. Les sociétés européennes peuvent désormais émettre des titres à destination du public aussi rapidement (voire plus rapidement) qu'elles ne peuvent le faire en Europe. Les nouvelles règles éliminent également de nombreuses restrictions inutiles ou démodées relatives à la communication sur les émissions de titres ;

- la SEC a maintenu son exemption sans précédent, pour les sociétés non-américaines, des règles d'information concernant la rémunération de leurs dirigeants, lorsqu'elle a adopté de nouvelles règles en matière de rémunération en juillet 2006. En conséquence, les sociétés non-américaines peuvent

en général continuer à limiter la publication en ce domaine à ce qu'elles sont tenues de publier dans leur pays d'origine ;

- en décembre 2006, la SEC a proposé de nouvelles règles permettant aux sociétés non-américaines de mettre un terme à leurs obligations d'information financière (y compris celles prévues par la SOX). Ces règles, qui devraient être promulguées au début de 2007, ne devraient se focaliser comme d'habitude sur les seuls titres américains et devraient permettre à presque toutes les sociétés non-américaines qui ont une cotation secondaire aux États-Unis de se retirer de la cote si elles estiment que les coûts d'une cotation américaine excèdent les avantages de celle-ci.

La plus importante initiative en faveur des sociétés américaines est encore à venir. La SEC a rendu publique une « feuille de route » qu'elle se propose pour agréer, à partir de 2009, des comptes financiers aux normes IFRS (Normes Internationales d'Information Financière) sans imposer une mise en conformité de ceux-ci avec les normes comptables américaines. L'obligation de mise en conformité, plus que tout autre chose (y compris l'article 404 de la SOX) implique d'importantes charges, financières et autres, et des incertitudes pour les sociétés européennes cotées aux États-Unis. Si, comme nous l'espérons vivement, la SEC met en œuvre ce projet, une société européenne sera en mesure de se conformer aux obligations américaines en matière d'information en soumettant un rapport annuel, y compris les informations financières, qui serait pratiquement identique au



document qu'elle publie dans son pays d'origine.

Alors que la SEC a allégé les obligations imposées aux sociétés non-américaines, les régulateurs boursiers européens sont en train d'accroître les règles en matière d'information, d'information financière et de gou-

vernance applicables aux sociétés cotées sur un marché réglementé (européen ou non-européen). Le Plan d'action pour les services financiers (PASF) européen, actuellement dans les dernières phases de sa mise en œuvre, inclut des dispositions renforçant considérablement les dispositions

Sujet	États-Unis	France
Rapport Annuel	Formulaire 20-F	Directive Transparence
Rapport semestriel	Formulaire 6-K (si publié dans le pays d'origine)	Directive Transparence (quel que soit le pays d'origine)
Responsabilité des dirigeants à l'égard des Rapports	SOX Articles 302/906	Règlement général et Annexes de l'AMF
Rapport de contrôle interne	SOX Article 404	Loi de sécurité financière (2003)
Certification du contrôle interne par les auditeurs	Oui	Oui
Indépendance du comité d'audit	SOX Article 301	Rapport Bouton
Indépendance des auditeurs	SOX Article 201	Loi de Sécurité financière (2003)
Information permanente	Formulaire 6-K (documents du pays d'origine)	Directive Abus de Marché (toutes informations, quel que soit le pays d'origine)
Tenue d'une liste d'initiés	Non	Directive Abus de Marché
Normes comptables	2009 : SEC doit se prononcer sur l'adoption des normes IFRS (sans mise en conformité avec les GAAP américaines)	2009 : OICV se prononcer sur l'adoption des normes GAAP américaines (sans mise en conformité avec IFRS)
Informations financières non-conformes au GAAP	Réglémentées par la SOX	Réglémentées en fonction des interprétations de l'AMF
Prêts aux principaux dirigeants	Interdits par la SOX	Interdits par les lois françaises sur les sociétés
Retrait de la cote	Possible avec préavis et délai (après adoption des nouvelles règles en 2007)	Possible avec préavis, délai, et dispositions permettant aux actionnaires français de vendre leurs titres

en matière de prospectus pour les émissions de titres, les rapports annuels et intermédiaires des sociétés cotées, la publication en temps réel des événements, une standardisation des normes comptables (IFRS) et un certain nombre d'obligations destinées à prévenir les manipulations de cours et les délits d'initié. De nombreux pays ont adopté des lois « mini-SOX » ou des directives qui portent sur les mêmes questions de gouvernance que celles visées par la SOX aux États-Unis. Alors que les modalités des directives diffèrent selon les juridictions, et que le caractère contraignant de la SOX et de ses règles a été considérablement atténué en Europe, la similitude des objectifs de ces mesures réglementaires qui sont apparues et continuent de se renforcer est frappante.

La similitude entre le dispositif réglementaire américain après la SOX et les initiatives ultérieures de la SEC et les dispositions européennes à la suite du PASF et des initiatives individuelles de certains pays, est illustrée par le tableau ci-dessous qui compare de manière résumée les dispositions américaines et françaises concernant un certain nombre de dispositifs réglementaires importants.

CONSÉQUENCES DE LA RÉDUCTION DU DIFFÉRENTIEL RÉGLEMENTAIRE

L'adoption de la SOX a fait la « une » des journaux européens, où les sociétés ont protesté énergiquement contre l'imposition de nouvelles règles qui,

selon elles, ne visaient qu'à réprimer des abus qui existaient surtout aux États-Unis. À l'inverse, le renforcement de la réglementation financière européenne est largement ignoré aux États-Unis. Cette différence en dit long sur les futures conséquences de la convergence des réglementations américaine et européenne.

Il y a actuellement 15 sociétés américaines inscrites sur l'Eurolist d'Euro-next à Paris⁴, un chiffre comparable aux 18 sociétés françaises cotées sur le New York Stock Exchange (pour 30 sociétés françaises enregistrées auprès de la SEC). La plupart des sociétés françaises ont fait coter leurs titres aux États-Unis depuis la fin des années 1990 jusqu'en 2002, avec l'aide d'avocats et de banquiers qui leur ont expliqué les obligations alors en vigueur aux États-Unis en matière d'information financière. Toutes ces sociétés ont reçu des lettres de commentaire de la SEC concernant leurs rapports annuels et elles conservent des structures de rapport interne destinées à éviter les sérieuses pénalités auxquelles elles s'exposeraient si elles ne le faisaient pas.

À l'inverse, la plupart des sociétés qui sont cotées à Paris le sont depuis longtemps, à une époque où les contraintes françaises en matière d'information financière et la réglementation étaient minimales. Certaines de ces sociétés américaines pourraient ne pas encore être au fait des nouvelles obligations en matière d'information financière qui leur seront applicables. Certaines sociétés américaines qui ont pris conscience de ces obligations ont discrètement mis un terme à leur cotation euro-



péenne. Peu de chose a été rendu public sur ces dispositions.

La raison pour laquelle si peu de sociétés américaines ont fait coter leurs titres en Europe pendant un certain nombre d'années est la même que pour les sociétés européennes, également peu nombreuses aux États-Unis. Les avantages d'une cotation secondaire ne sont simplement pas suffisants pour justifier les coûts supplémentaires, d'autant plus que les Directives européennes récentes ont simplifié les émissions de titres pour les institutions européennes, d'une manière assez similaire à ce que la règle 144A a fait pour les émissions aux États-Unis.

Ce qui signifie que le paysage concurrentiel de la cotation dans les marchés de capitaux mondiaux a fortement changé depuis le début du nouveau millénaire. Les cotations secondaires de sociétés de pays disposant d'un marché financier développé ne se font plus simplement pour lever des capitaux, mais se limitent à certains cas où des sociétés ont des raisons particulières pour le faire, comme pour accroître la valeur de leur titre dans un secteur particulier, ou pour avoir l'occasion de participer à des fusions et acquisitions transfrontalières dans lesquelles des titres sont proposés aux actionnaires de la société cible. La concurrence en matière de nouvelles inscriptions se jouera principalement auprès de sociétés des pays émergents. À mesure que les marchés émergents deviennent des marchés développés,

les raisons d'une double cotation diminueront encore.

Les marchés américains de capitaux ont pris du retard dans la course aux cotations secondaires. Pour l'ensemble des marchés, ils restent dans une position dominante, mais cette position s'amenuise à mesure que la qualité commerciale et réglementaire des marchés s'améliore dans le monde entier. Une des caractéristiques de l'amélioration mondiale de la réglementation est une convergence croissante dans ce domaine, qui est particulièrement visible aux États-Unis et en Europe. Il serait regrettable qu'une concurrence géographique entre les marchés de capitaux encourage une « course vers le bas ». Au contraire, une poursuite de la convergence entre des réglementations de qualité, qui favorise la confiance et la sécurité des investisseurs et des marchés devrait être la norme. La reconnaissance mutuelle des systèmes réglementaires, comme la reconnaissance mutuelle des normes IFRS et GAAP américaines pour les rapports financiers pourrait avoir lieu en 2009, ferait également progresser la qualité et l'intégration du marché mondial. Enfin, il faudrait veiller constamment à éviter de passer d'une réglementation solide à une réglementation excessive, non seulement aux États-Unis mais aussi en Europe et ailleurs.



NOTES

1. Source - World Federation of Exchange, Cost and Revenue Survey, Septembre 2006.
2. Rapport provisoire de la Commission sur la Régulation des marchés de capitaux (30 novembre 2006).
3. Littéralement : Conseil de supervision des normes comptables des sociétés privées
4. Source: Site web Euronext Paris (<http://www.euronext.com>) (liste des sociétés inscrites au compartiment étranger de l'Euroliste).

