

# LA RÉGLEMENTATION, FACTEUR D'ATTRACTIVITÉ



**Hubert Segain**

Avocat aux barreaux  
de Paris et New York  
**Herbert Smith  
LLP**

La réglementation européenne constitue un socle intéressant pour le développement des marchés financiers. Les lectures qui en sont faites au niveau national peuvent conférer à certaines places une attractivité supérieure, comme en témoigne le match Paris-Amsterdam.

## INTERVIEW

### ■ Les craintes à propos d'une application extraterritoriale de la réglementation américaine en Europe sont-elles fondées ?

Je ne pense pas que l'intégration entre Euronext et le NYSE ait eu un effet sur l'application extraterritoriale de la réglementation américaine en Europe. Il va y avoir certainement une harmonisation des règles de marché édictées dans le cadre de son pouvoir normatif par Euronext, à l'instar de l'harmonisation qui avait eu lieu lors de la création d'Euronext. Mais même dans ce cadre réglementaire finalement réduit à certains domaines surtout techniques, l'Autorité des marchés financiers dispose d'un pouvoir d'approbation de ces modifications.

Pour ce qui est des règles de droit boursier dont le domaine d'application est bien plus large, l'application extraterritoriale me paraît encore plus improbable. Chaque marché national est soumis à son propre droit et est contrôlé par sa propre autorité. Je ne crois pas à l'avènement prochain d'un marché réglementé unique transnational.

Enfin, les dirigeants de NYSE et d'Euronext ont mis en place un dispositif de gouvernement d'entreprise, ainsi qu'une fondation de droit néerlandais (Stichting) qui devraient également se révéler être une protection efficace contre tout risque d'invasion juridique. Il s'agit d'une structure qui peut, en cas de modification juridique ayant un "effet significatif et défavorable" sur les émetteurs non américains, reprendre le pouvoir.

En outre, cette question doit être distinguée de l'influence du droit américain en France ou en Europe.

Le mouvement de convergence est lui tout à fait réel : la façon dont les documents d'offre ou les prospectus sont structurés à Londres comme à Paris est très inspirée de la pratique américaine.

La convergence se constate également dans les reconnaissances mutuelles récentes faites par les autorités américaines et françaises. Par exemple, dans le fait que les sociétés étrangères cotées à New York puissent dorénavant publier leurs comptes en normes IFRS sans avoir l'obligation de produire une réconciliation avec les normes comptables américaines (US GAAP). En octobre dernier, l'AMF a également accepté, pour une société américaine souhaitant se faire coter à Paris sans faire d'offre au public, l'utilisation des documents américains enregistrés auprès de la SEC. Cette décision résulte d'une démarche officielle faite par le nouvel ensemble NYSE Euronext. Ces mesures sont clairement de nature à faciliter les doubles cotations.

### ■ Est-ce vraiment le type de mesures que les investisseurs attendent, dans un contexte où l'on assiste davantage à une réduction des places de cotation ?

Il y a un mouvement massif de retrait depuis une bonne quinzaine d'années. La multicotation a perdu une grande partie de son intérêt du fait de l'harmonisation des réglementations et des normes comptables, de l'interconnexion des différentes places de marché et de la facilité avec laquelle l'information est disponible. Elle est également souvent montrée du doigt du fait de l'éparpille-



ment et de la déperdition de liquidité. Malgré cette tendance de fond, nous sommes de plus en plus consultés par des sociétés dans ce but.

#### ■ **Qu'est-ce qui peut rendre une double cotation intéressante à Paris ?**

Un certain nombre de facteurs peuvent être déterminants dans la décision que prend une société de se double-coter à Paris. On a pu observer depuis ces dernières années un certain nombre de sociétés cotées à l'étranger venir se faire coter sur l'Eurolist afin de pouvoir bénéficier des avantages fiscaux de la réglementation applicable aux SIIC (société d'investissement immobilier cotée), qui leur permet de devenir des véhicules transparents fiscalement, sous conditions bien entendu. La recherche de liquidité reste également un élément central de décision. On a pu assister dans les dix dernières années à un formidable essor de la technique dite du placement privé aux investisseurs institutionnels qui permet de faire une offre de valeur mobilière à un institutionnel sans rédiger un prospectus. Très rapidement, donc, et avec des coûts réduits. C'est dans ce contexte qu'a été créé le compartiment "professionnel" par Euronext, afin que ces sociétés puissent conserver le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne tout en bénéficiant de divers allègements des contraintes de l'appel public à l'épargne tenant tant aux conditions de réalisation de l'opération d'admission, qu'aux obligations d'information périodique et permanente découlant normalement de ce statut.

Enfin, les critères d'image de marque et de visibilité sur un marché ne doivent pas non plus être négligés. Il est certain que pour une société ou institution financière ayant par exemple une forte connotation américaine et assez peu de visibilité en France, une double cotation pourrait l'aider dans la mise en place de sa politique commerciale en France.

#### ■ **La présentation des avantages d'une cotation à Paris semble technique, moins évidente en tout cas qu'ailleurs.**

Face à un tableau de synthèse qui présente à nos clients les obligations, les avantages et les inconvénients d'une cotation à Paris ou à Londres, la décision apparaît de façon assez claire en faveur du Royaume-Uni. Il faut des raisons très spécifiques pour choisir une cotation à Paris. Certains auraient bien voulu le faire mais la langue et les contraintes spécifiquement françaises du régime de l'APE sont presque toujours des obstacles dirimants, qui constituent en fait autant de distorsions de concurrence au détriment de la place de Paris.

Euronext Amsterdam a par exemple compris très tôt l'avantage qu'il y avait à adopter une approche commerciale souple, qui lui a permis notamment d'attirer un grand nombre d'émetteurs étrangers et en particu-

lier un grand nombre de cotations de fonds d'investissements. De même, l'AIM a rencontré un très grand succès, difficilement comparable pour le moment avec Alternext, créé près de dix ans plus tard. Il est certain que dans ces places financières, le marché guide, en partie au moins, la réglementation qui est considérée en quelque sorte comme un produit commercial d'appel comme un autre.

#### ■ **Comment Euronext peut-il faire pour attirer les investisseurs étrangers, dans ce contexte ?**

Même s'il y a de moins en moins d'émetteurs étrangers cotés à Paris, et de moins en moins de doubles cotations, l'objectif est de renverser cette tendance. C'est la raison pour laquelle Euronext Paris a créé un nouveau compartiment dit "professionnel" au sein du marché réglementé, avec deux objectifs : faciliter la liquidité des placements privés tels qu'évoqués en permettant une cotation de ces nouveaux instruments et faciliter la double cotation.

La création de ce compartiment résulte également de la concurrence effrénée que se livrent Euronext Paris et Euronext Amsterdam : le nombre de sociétés cotées à Amsterdam a augmenté de façon très significative au cours des dernières années. Beaucoup de fonds d'investissement en particulier se cotent à Amsterdam ou sur l'AIM, parce qu'ils peuvent publier leur documentation en anglais et les obligations d'information et les contraintes d'admission sont réduites.

#### ■ **Les autorités de réglementation françaises sont-elles conscientes de ce handicap, quelles mesures comptent-elles adopter ?**

Même si les directives européennes constituent un socle fabuleux pour la double cotation, la transposition qui en a été faite par les autorités a enfermé l'AMF dans un cadre juridique qui ne lui permet pas toujours de faire montre de souplesse dans sa lecture de la réglementation. Les exemples sont nombreux mais l'obstacle de la langue et l'obligation qui est faite de produire des documents en français freine beaucoup d'émetteurs, tout comme les publications imposées au BALO. Les coûts de traduction et de préparation des publications en plusieurs langues sont en effet loin d'être négligeables. Il peut également arriver que la lecture faite d'un même texte par certaines des autorités soit différente, certaines autorités adoptant une position plus commerciale que d'autres.

Les autorités françaises sont parfaitement conscientes de ce handicap et de l'intensité de la concurrence que se livrent les places, ce qui explique en grande partie la création du compartiment spécial évoqué plus tôt en décembre dernier. ■

Propos recueillis par Annick Masounave.

**“Euronext Amsterdam a compris très tôt l'avantage qu'il y avait à adopter une approche commerciale souple, qui lui a permis notamment d'attirer un grand nombre d'émetteurs étrangers et en particulier un grand nombre de cotations de fonds d'investissements.”**