

Louvain School of Management

Les intérêts d'une multi-cotation aux États-Unis : évolution et perspectives d'avenir pour les sociétés européennes.

Le cas des entreprises belges

Auteur : Clara FRANCOIS
Promoteur : Robert PEIRCE
Année académique 2018-2019

Je souhaite remercier tout particulièrement les personnes suivantes, sans qui mon mémoire n'aurait certainement pas vu le jour.

En premier lieu, j'adresse mes remerciements à mon promoteur M. Robert Peirce, maître de conférence invité à la LSM. Ses conseils avisés et ses réponses à mes multiples questions ont été une aide précieuse.

Ensuite, je remercie mes différents intervenants pour leur contribution essentielle et pour le temps qu'ils m'ont accordé malgré leurs agendas bien remplis.

Ma gratitude va aussi à mes collègues chez BNP Paribas. Ils m'ont permis de m'adresser aux bonnes personnes dans ma recherche d'interlocuteurs.

J'adresse également un merci particulier à mes parents, ma sœur et mon copain pour leur soutien tant émotionnel que pratique durant la réalisation de ce mémoire et tout mon parcours académique.

Enfin, je remercie mes amis et collègues de la LSM pour l'entraide et les encouragements mutuels que nous avons échangés.

Table des matières

INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE 1 : CADRE THÉORIQUE	3
1.1. HISTORIQUE.....	3
1.2. LES INTÉRÊTS D'UNE COTATION AMÉRICAINE	6
1.2.1. <i>Un meilleur accès aux capitaux.....</i>	6
1.2.2. <i>Une meilleure gouvernance et un signal positif pour le marché.....</i>	7
1.2.3. <i>Une amélioration de la liquidité.....</i>	9
1.2.4. <i>Une valeur de marché plus élevée.....</i>	11
1.3. LES RAISONS DU REPLI VERS L'EUROPE	12
1.3.1. <i>Un coût très élevé.....</i>	12
1.3.2. <i>Une meilleure intégration des marchés et des incitants politiques.....</i>	13
1.3.3. <i>Le renforcement des régulations américaines</i>	15
1.3.4. <i>Une liquidité qui reste majoritairement sur le marché domestique.....</i>	17
1.3.5. <i>Un impact temporaire sur la valorisation</i>	18
1.4. COMPARAISON DES DEUX PRINCIPAUX MARCHÉS AMÉRICAINS.....	20
CHAPITRE 2 : FORMULATION DES HYPOTHÈSES.....	25
CHAPITRE 3 : MÉTHODOLOGIE	33
3.1. CADRE DE LA RECHERCHE	33
3.2. MÉTHODE	33
3.2.1. <i>Composition et taille de l'échantillon.....</i>	34
3.2.2. <i>Collecte des données.....</i>	36
3.2.3. <i>Analyse des données.....</i>	37
CHAPITRE 4 : RÉSULTATS.....	39
4.1. VÉRIFICATION DES HYPOTHÈSES.....	39
4.2. CONSTATS FINAUX ET RÉPONSE À LA QUESTION DE RECHERCHE.....	56
4.2.1. <i>L'influence du secteur.....</i>	56
4.2.2. <i>L'influence de la conjoncture économique</i>	58
4.2.3. <i>La compétitivité des bourses européennes</i>	58
CHAPITRE 5 : ÉLÉMENTS DE DISCUSSION	61
5.1. FORCES DE LA RECHERCHE	61
5.2. LIMITES DE LA RECHERCHE	62
5.3. PISTES DE RÉFLEXION ET PERSPECTIVES D'AVENIR.....	62
CONCLUSION.....	65
BIBLIOGRAPHIE	67
ANNEXES.....	73

INTRODUCTION

Bien qu'à cette époque la multi-cotation n'était déjà plus un phénomène nouveau, le nombre de sociétés qui ont eu recours à cette stratégie a explosé dans les années 90. Également appelé cross-listing, l'opération consiste à faire coter les titres d'une même entreprise sur plusieurs places de marché. Il a été analysé par de nombreux auteurs au cours des deux dernières décennies.

Si dans les premières années de son existence le mécanisme se limitait à des multi-cotations uniquement sur les places de marché européennes, nous nous sommes vite rendus compte qu'à partir des années 90 un grand nombre d'entreprises ont choisi les États-Unis comme pays de destination. En étudiant la question d'un peu plus près, nous avons remarqué que les doubles cotations entre l'Europe et les États-Unis avaient en fait connu une évolution assez singulière. Après leur succès dans les années 90, leur nombre a brusquement chuté autour de 2007 avant de ré-augmenter ces dernières années. De ce fait, nous avons décidé de nous concentrer sur ce type de multi-cotation en particulier.

Les chercheurs de l'époque ont longuement analysé les raisons pour lesquelles la NYSE (*New York Stock Exchange*) et le NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) sont soudainement devenues si populaires à partir de 1990. Bénéficier d'un meilleur accès aux capitaux, donner un signal positif aux marchés ainsi qu'améliorer la liquidité et la valorisation de la société sont les arguments principaux qui ont été avancés. Ensuite, les travaux plus récents ont tenté d'expliquer pourquoi les entreprises se sont désintéressées des places américaines autour de 2007. Il semblerait que les coûts élevés combinés avec un changement du contexte économique et réglementaire soient à l'origine des retraits car ils auraient provoqué la disparition de la majeure partie des avantages qui existaient auparavant. Une réactualisation de la littérature existante au sujet de la multi-cotation aux États-Unis est donc nécessaire. C'est la raison pour laquelle nous avons décidé de confronter les arguments avancés dans la théorie à l'avis de professionnels impliqués dans ce type d'opération de manière régulière (directement ou indirectement).

De plus, nous estimons qu'il est important de distinguer les deux places de marché américaines. En effet, si les multi-cotations sur la NYSE paraissent effectivement avoir perdu leur intérêt, nous avons l'impression que le NASDAQ a lui conservé une attractivité élevée.

L'objectif de ce mémoire est de déterminer dans quelle mesure la situation en Belgique fait écho à ces constats théoriques. Au cours des dix dernières années, quatre sociétés belges ont été multi-cotées aux États-Unis, et trois d'entre elles le sont encore aujourd'hui. Toutes appartiennent aux secteurs technologique et/ou scientifique, c'est pourquoi elles sont cotées sur le NASDAQ. Par conséquent, nous cherchons à déterminer les raisons pour lesquelles aujourd'hui certaines entreprises sont toujours attirées par une cotation sur cette place de marché. Par voie de conséquence, nous voulons ainsi identifier des mesures qui pourraient être prises en Europe pour encourager nos sociétés prometteuses à rester sur notre territoire.

Notre travail sera donc organisé comme suit : nous commencerons par passer en revue la littérature existante afin de remettre le sujet dans son contexte, puis nous formulerons des hypothèses sur base de ces éléments. Dans un second temps, nous exposerons la méthode que nous avons utilisée pour réaliser cette recherche. Par la suite, nous présenterons les principaux résultats que nous avons obtenus et tenterons de répondre à nos hypothèses afin d'être en mesure de formuler des recommandations. Enfin, nous passerons en revue les forces et faiblesses de notre travail et nous terminerons en proposant des pistes d'ouverture pour une recherche future, complémentaire à notre étude.

CHAPITRE 1 : CADRE THÉORIQUE

Cette première section est consacrée à la révision de la littérature existante au sujet de la multi-cotation aux États-Unis. Afin de remettre le sujet dans son contexte et de démontrer son importance depuis les années 90, nous commencerons par établir un bref historique. Nous présenterons ensuite l'évolution des avantages et inconvénients liés à l'opération. Pour finir, nous comparerons les deux places boursières américaines afin de mettre en évidence leurs différences.

1.1. Historique

Le mécanisme de la multi-cotation (ou cross-listing) consiste à faire coter ses titres sur une ou plusieurs places de marché étrangères en plus de la cotation initiale sur le marché domestique.

Sarkissian and Schill (2016) ont démontré l'existence de plusieurs vagues de cross-listing, dépendant notamment de l'évolution des conditions économiques au fur et à mesure des années. Cependant, sur le graphique publié dans leur étude, il apparaît clairement que même si la multi-cotation existait déjà dans les années 50, le phénomène a connu au niveau mondial un succès exponentiel entre 1980 et 2000, avec un pic dans les années 90 (Figure 1). Basé sur leurs travaux de 1998, 2003 et 2006, leur échantillon inclut toutes les places de marché recensées comme comprenant des listings étrangers par la *World Federation of Exchange*. Seuls les marchés secondaires et ceux situés dans un paradis fiscal sont exclus¹.

¹ Pour plus d'information sur les critères d'échantillonnage, cf. Sarkissian, S., Schill, M. J. (2016).

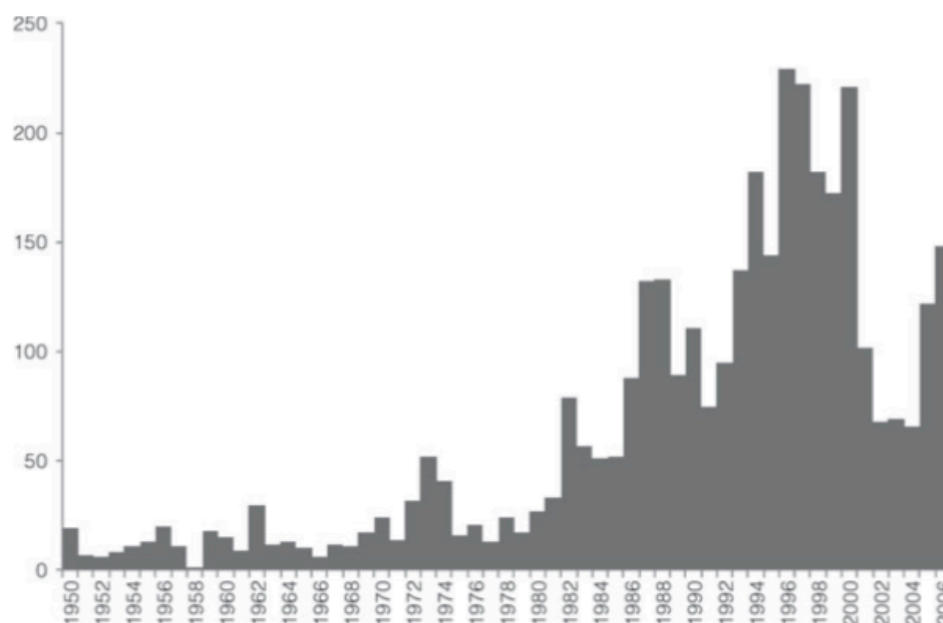


Figure 1 - Évolution mondiale du nombre de nouveaux cross-listings par an entre 1950 et 2006.

Source : Sarkissian, S., Schill, M. J. (2016)

En Europe, le nombre de sociétés qui ont décidé d'avoir recours à une cotation américaine a suivi la tendance observée au niveau mondial. Il a d'abord augmenté progressivement entre 1985 et 1990 puis un pic a été observé entre 1991 et 2000. Environ 72% des entrées européennes sur une bourse américaine entre 1970 et 2002 ont eu lieu durant cette décennie. (Bancel, F., Kalimipalli, M., Mittoo, U. R., 2009). Leur nombre a ensuite commencé à diminuer à partir de 2001 (Bancel, F. et al. 2009).

Cette tendance des sociétés européennes à se replier vers leur cotation domestique ne s'est d'ailleurs pas limitée aux marchés américains. Dans son étude, Hamet (2013) compare le recensement effectué par Sarkissian et Schill (2009) aux données fournies en 2012 par les différentes places boursières mondiales. Elle démontre ainsi que le nombre total de sociétés européennes cotées sur une bourse étrangère est passé de 554 en 1998 à 353 en 2012¹.

En ce qui concerne les pays de destination, jusqu'à la fin des années 80, les cross-listings s'effectuaient majoritairement vers les places de marché européennes (Wojcik, D., Clarck, G.L., Bauer, R., 2005). La Belgique, la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni étaient en effet

¹ Le détail des retraits par pays d'accueil est observable graphiquement dans l'annexe I de ce travail

les pays d'accueil principaux dans les années 50, la France a ensuite dominé dans les années 60 puis le Royaume-Uni est revenu en tête dans les années 70 (Sarkissian, S., Schill, M. J., 2016). En revanche, à partir de 1990, la tendance s'est inversée et les sociétés européennes se sont tournées vers des cotations à l'étranger. Les États-Unis sont très vite devenus une destination privilégiée, accueillant dans les années 90 environ 45% des nouveaux cross-listings et plus de 50% dans les années 2000 (Sarkissian, S., Schill, M. J., 2016). Au total, le nombre de programmes d'émission de certificats américains d'actions étrangères est passé de 352 à 1800 en seulement 10 ans. Seuls 24 pays étaient concernés en 1990, contre 78 en 1999 (Makni Zouari, S., 2010).

L'étude de Carine Romey publiée dans le bulletin n°344 de la Commission des Opérations de Bourses (COB) permet malgré tout de montrer qu'en Europe, l'engouement pour les États-Unis n'était pas aussi unanime qu'il n'y paraît (Romey, C., 2000b). Seulement 3% des sociétés européennes cotées en septembre 1999 étaient également présentes sur une bourse aux États-Unis. Par contre, l'étude démontre que sur l'ensemble des sociétés multi-cotées en Europe, 33% étaient aussi cotées sur un marché américain. En tout, sur 537 entreprises ayant choisi un cross-listing en Europe et/ou aux États-Unis, 47% avaient choisi des cotations uniquement européennes, 30% étaient multi-cotées à la fois en Europe et aux États-Unis et 23% avaient opté pour une multi-cotation uniquement américaine. Nous voyons donc qu'à cette époque, à partir du moment où les sociétés prenaient la décision d'avoir plus d'une cotation, 53% d'entre elles choisissaient les États-Unis comme pays de destination.

Néanmoins, vers la fin des années 2000, en plus du repli vers la cotation domestique dont nous avons parlé, un nouveau revirement a été observé: une cinquantaine d'entreprises non-européennes cotées sur la NYSE (parmi lesquelles Coca-Cola Enterprises et Watsco) a demandé une double cotation sur Euronext, suivant le mouvement inverse par rapport aux années 90 (Hamet, J., 2013). Il est aussi intéressant de noter que l'augmentation du nombre de cross-listings vers un pays coïncide souvent avec une période de forte croissance sur ce marché (Bancel, F., 2007 ; Sarkissian, S., Schill, M. J., 2016). La vague massive de multi-cotation vers les États-Unis ne fait pas exception à la règle puisque le PIB américain a connu une croissance de 33% entre 1990 et 1999, contre 22% dans la zone euro (Bancel, F., 2007).

1.2. Les intérêts d'une cotation américaine

De nombreux auteurs ont tenté de déterminer les raisons pour lesquelles – dans les années 90 – les entreprises européennes ont soudainement été attirées par une cotation supplémentaire aux États-Unis. Dans cette section, nous reprenons les arguments principaux qui ont été avancés pour expliquer cette vague de cross-listings.

1.2.1. Un meilleur accès aux capitaux

A cette époque, un des arguments majeurs en faveur de la multi-cotation était une amélioration de l'accès aux capitaux. Il semblerait en effet que les firmes cotées sur plusieurs places boursières avaient la possibilité de lever des fonds plus facilement et à moindre coût, ceci pour trois raisons.

Tout d'abord, la multi-cotation élargirait la base actionnariale d'une entreprise, notamment en permettant de contourner le biais domestique (*home bias*) qui peut exister. De nombreuses études ont effectivement démontré que malgré le manque de diversification que cela peut engendrer, une large proportion des investisseurs a une préférence marquée pour les titres domestiques (Dodd, O., Frijns, B., 2013). Une cotation sur un marché étranger permet de remédier à ce problème dans le sens où les titres deviennent accessibles à des investisseurs qui n'achèteraient pas à l'étranger autrement (Dodd, O., Frijns, B., 2013). Le nombre d'actionnaires potentiels est ainsi augmenté, ce qui facilite la levée de fond. Cependant, si le biais domestique des investisseurs du pays de destination est trop important, ils vont continuer à n'acheter que de actions d'origine nationale malgré le cross-listing. Dans ce cas, les bénéfices attendus ne vont pas se manifester, et les coûts encourus lors de la multi-cotation ne seront pas compensés.

D'autre part, l'hypothèse de reconnaissance des investisseurs (basée sur le modèle de valorisation des actifs développé par Merton en 1987) déclare que les agents ne placent leur argent que dans des firmes qu'ils connaissent bien, d'où l'intérêt d'une cotation à l'étranger. Celle-ci permet manifestement d'améliorer la visibilité et de faire connaître le nom d'une entreprise, ce qui élargit encore un peu plus sa base actionnariale (Bancel, F. et al., 2009).

Ces deux premiers arguments montrent bien à quel point le choix du pays de destination est très important : un marché avec un biais domestique relativement faible où l'entreprise bénéficie déjà d'une certaine reconnaissance est préférable. L'hypothèse de préférence pour la proximité (*proximity preference hypothesis*) énonce d'ailleurs qu'une cotation supplémentaire dans un pays proche culturellement et/ou géographiquement augmenterait la valorisation d'une société (Ghadhabh, I., Hellara, S., 2016).

Enfin, le cross-listing permettrait de remédier à la segmentation des marchés et aux barrières à l'investissement qui peuvent exister entre les pays, ce qui ferait diminuer le coût du capital. De fait, plusieurs études ont démontré que dans un marché fragmenté, les investisseurs demandent un taux de rentabilité plus élevé pour les titres étrangers que pour les titres domestiques (Abdallah A., Ioannidis C., 2010). Leur objectif est de couvrir les risques liés par exemple aux taux de change ou à un accès à l'information plus difficile en raison des barrières linguistiques et des différences dans les règles comptables. Dans le cas d'une multi-cotation, les actions étrangères et les dividendes sont payés dans la monnaie du pays d'accueil et l'information est publiée dans la langue nationale conformément aux régulations locales. Les risques sont donc mitigés, ce qui réduit encore le biais domestique et surtout le coût du capital (Abdallah A., Ioannidis C., 2010, Bancel, F. et al., 2009). Cette intuition n'est pas nouvelle puisque Miller (1999) avait déjà démontré empiriquement qu'une double cotation permettait de contourner les barrières aux flux de capitaux, ce qui augmente le prix des actions et réduit le coût du capital. Il avait aussi prouvé qu'au plus les barrières légales sont importantes entre le pays d'origine et le pays d'accueil, au plus le rendement exceptionnel¹ est élevé à l'annonce de l'intention de cross-lister, ce qui suggère que l'opération est bénéfique pour la société. Pour finir, les investisseurs bénéficient d'une meilleure diversification, ce qui peut encore réduire le coût du capital (Bancel, F., 2007).

1.2.2. Une meilleure gouvernance et un signal positif pour le marché

Un autre argument souvent évoqué dans la littérature est la « *bonding hypothesis* » ou hypothèse de cautionnement. Proposée par Stulz (1999) puis Coffee (2002), cette théorie

¹ Le rendement exceptionnel d'un titre est la différence entre son rendement effectif et le rendement qui en était attendu.

stipule que la multi-cotation dans un pays comme les États-Unis, où les lois sont plus strictes, permet de donner au marché un signal positif. En se soumettant volontairement à des règles plus sévères, la société s'engage à améliorer sa gouvernance d'entreprise, en particulier par rapport à la protection des petits porteurs et aux coûts d'agence.

La raison pour laquelle les actionnaires majoritaires acceptent de sacrifier tout ou partie de leur profit est la suivante : leur possibilité d'extraire des bénéfices privés¹ grâce au contrôle qu'ils ont sur l'entreprise restreint l'accès aux capitaux. De fait, il est évident qu'aucun investisseur sensé ne voudra devenir actionnaire minoritaire s'il ne bénéficie pas d'une protection suffisante. Par conséquent, lorsqu'un projet prometteur se présente, les actionnaires dominants acceptent de renoncer à une partie de leurs bénéfices privés pour pouvoir lever les fonds nécessaires à sa réalisation et profiter de l'apport de valeur. Le cross-listing est alors une manière de rendre l'engagement crédible (Doidge et al., 2004 ; Wojcik, D. et al., 2005).

Par exemple, les règles comptables américaines sont beaucoup plus strictes que les normes européennes et elles amènent beaucoup plus de transparence. De ce fait, l'accès à l'information devient moins coûteux et les actionnaires majoritaires ne peuvent plus s'approprier autant de bénéfices privés (Makni Zouari, S., Nekhili, M., 2011). Grâce à cette diminution du risque d'expropriation, certains auteurs pensent que les investisseurs minoritaires sont en quelque sorte rassurés et revoient leurs attentes de rendement à la baisse, ce qui réduit encore le coût du capital. Pourtant, les résultats d'une étude menée sur des entreprises qui ont cross-listé aux États-Unis entre 1976 et 2007 ne supportent pas cette hypothèse (Abdallaha, A. A-N., Ioannidis, C., 2010).

Les résultats de Doidge (2004) semblent par contre prouver que l'amélioration de la protection des investisseurs est effective. En analysant un panel de 745 entreprises non-américaines entre 1994 et 2001, il trouve que la prime de vote² des entreprises multi-cotées

¹ En anglais *private benefits of control*, il s'agit des gains économiques que les actionnaires majoritaires parviennent à s'approprier grâce au contrôle qu'ils ont sur la société, au détriment des porteurs minoritaires.

² Également appelée *voting premium*, la prime de vote est la différence de valeur entre les titres avec droit de vote et ceux sans droit de vote. En d'autres mots, il s'agit de la valeur accordée par les investisseurs à l'influence sur les décisions de l'entreprise que le droit de vote procure.

sur la NYSE ou le NASDAQ est en moyenne 43% plus petite que celle des entreprises qui ne le sont pas. Plus tard, il démontre aussi avec d'autres chercheurs que les sociétés multi-cotées au début des années 2000 sont plus valorisées par les investisseurs. En effet, empêcher les acteurs majoritaires d'extraire des bénéfices privés leur permet de mieux profiter de leurs opportunités de croissance (Doidge et al, 2007).

1.2.3. Une amélioration de la liquidité

Dans une étude conduite par Mittoo en 1992, 28% des managers citaient également l'augmentation de la liquidité comme un des facteurs principaux influençant la décision de se faire multi-coter aux États-Unis. Foerster et Karolyi ont effectivement démontré en 1999 que des rendements anormaux pouvaient être observés après une multi-cotation, principalement grâce à l'élargissement de la base actionnariale et à la meilleure liquidité des titres.

Pour mesurer ce phénomène, plusieurs indicateurs ont été utilisés dans la littérature. D'une part, dans sa thèse de 2010, Makni Zouari rappelle que Korczack et Bohl ont démontré en 2005 que le taux de rotation¹ augmentait de 34% sur le marché domestique². D'autre part, Karolyi utilise le volume de transactions et l'écart acheteur-vendeur³ (*spread*). Il révèle que pour les entreprises multi-cotées, le volume total et le volume domestique augmentent généralement, tandis que le *spread* sur le marché domestique diminue (Karolyi, G. A., 1998). Le même impact est également observable pour les sociétés canadiennes qui cross-listent aux États-Unis (Foerster, S.R., Karolyi, G.A., 1998). Ces variations s'expliquent notamment par le fait qu'une concurrence se crée entre le marché d'origine et le marché d'accueil pour attirer les négociateurs boursiers, qui cherchent généralement les coûts de transaction les plus bas et l'information la plus accessible (Karolyi, G. A., 1998 ; Makni Zouari, S., 2010). C'est alors la bourse qui offre les meilleures conditions qui obtient la plus grande partie du volume de transactions.

¹ Le taux de rotation est obtenu en divisant le volume de transactions sur une période donnée par le nombre moyen d'actions en circulation sur cette même période.

² Leur étude se base sur un échantillon de 20 entreprises, dont la multi-cotation a eu lieu entre 1995 et 2001.

³ L'écart acheteur-vendeur (ou *spread*) est la différence entre le prix le plus bas auquel un vendeur accepte de vendre et le prix le plus haut auquel un acheteur est prêt à acheter. C'est aussi la rémunération reçue par un teneur de marché en échange de la liquidité qu'il assure sur ce marché.

Il existe également d'autres explications à l'amélioration de la liquidité. Premièrement, certains investisseurs tentent d'exploiter les éventuelles possibilités d'arbitrage entre le cours domestique et celui sur le marché étranger, ce qui intensifie le volume de transactions et donc la liquidité (Makni Zouari, S., 2010). Ensuite, l'accroissement de la notoriété de l'entreprise dont nous avons parlé précédemment diminue l'asymétrie d'information et suscite l'intérêt des investisseurs (Makni Zouari, S., 2010). Enfin, une cotation dans un fuseau horaire différent permet d'allonger le nombre total d'heures où les titres peuvent être échangés sur une journée. Le nombre de transactions réalisées sur 24h peut alors se multiplier (Wojcik, D. et al., 2005).

Cependant, l'ampleur de l'amélioration de la liquidité dépend de plusieurs facteurs, c'est pourquoi cet argument était déjà à l'époque un peu plus controversé que les précédents. D'abord, le type de listing choisi par l'entreprise est un des facteurs qui va influencer la liquidité. Par exemple, un placement privé sous la règle 144a¹ apporte une liquidité très réduite sur le marché américain (Makni Zouari, S., 2010). Le volume de transactions que le marché d'accueil va capturer et les restrictions imposées aux investisseurs étrangers avant le listing américain sont aussi d'importants déterminants de la mesure dans laquelle la liquidité sera augmentée. Ainsi, elle sera encore renforcée si le marché domestique conserve suffisamment de son volume d'activité (Karolyi, G. A., 1998). Pour ce faire, les conditions offertes par les deux places de marché (en particulier au niveau de la transparence et des coûts de transaction) doivent être relativement similaires. Dans le cas contraire, seul un transfert des transactions existantes aura lieu vers la bourse étrangère donc la liquidité ne sera vraisemblablement pas améliorée.

Nous voyons donc que même si la majorité des analystes de l'époque croyaient en l'augmentation de liquidité apportée par la multi-cotation aux États-Unis, l'ampleur de celle-ci serait influencée par de nombreux facteurs et pourrait donc fortement varier d'une entreprise à une autre. Plusieurs auteurs parlent d'ailleurs d'un effet « ambigu » sur la liquidité (Foucault, T., 2006 ; Hamet, J., 2013).

¹ Après une cotation sur l'OTC, un listing sous la règle 144a est la manière la moins contraignante de cross-lister aux États-Unis. Pour les ADR de niveau I, II et III, les réglementations imposées par la SEC sont beaucoup plus sévères.

1.2.4. Une valeur de marché plus élevée

Le dernier argument majeur avancé dans les années 90 en faveur d'une multi-cotation concerne la valorisation des entreprises. A l'époque, la segmentation des marchés européens et américains pouvait entraîner des différences de valorisation. Comme nous l'avons mentionné précédemment, le cross-listing était alors considéré comme un moyen efficace de la contourner et donc de remédier aux possibles écarts de valeur boursière. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles l'entreprise française COFLEXIP a décidé de se faire coter sur le NASDAQ en 1993 : ce listing lui a permis d'obtenir une valorisation plus élevée (Bancel, F., 2007).

Doidge, Karolyi et Stulz ont tenté de démontrer empiriquement ce phénomène en 2004, en utilisant le ratio Q de Tobin¹. Sur base d'un échantillon de 24,000 firmes cotées en 1997 (soit 96% du total des entreprises qui l'étaient à cette époque), ils ont constaté que le ratio des sociétés étrangères cotées aux États-Unis était 16,5% plus élevé que celui des firmes du même pays qui ne le sont pas. Ils ont également mis en évidence que la valeur des firmes cross-listées aux États-Unis peut être jusqu'à 37% supérieure. L'importance de cette prime liée au cross-listing (*cross-listing premium*) dépend du type de cotation choisi et des caractéristiques du marché de destination, mais elle est positive dans la majorité des cas. Les auteurs supposent que cette augmentation est due au fait que ce sont les entreprises qui ont le plus d'opportunités de croissance qui cross-listent, induisant un biais de sélection naturelle (Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., 2004).

D'autres études apportent des éclaircissements supplémentaires. Certains auteurs ont en effet démontré que les firmes bénéficient d'une meilleure valorisation car les obligations de transparence sont augmentées. De ce fait, grâce aux nouvelles informations accessibles aux investisseurs, le prix des titres reflète mieux la réalité (Ghadhabh, I., Hellara, S., 2016). De plus, l'accès à des investisseurs plus spécialisés (comme ceux actifs sur le marché américain) renforce encore la valeur informative du cours des actions et donc la valorisation (Wojcik, D. et al., 2005 ; Bancel, F., 2007).

¹ Ce ratio est calculé en divisant la valeur de marché de l'entreprise par la valeur de remplacement de ses actifs.

Enfin, nous avons montré dans les sections précédentes que remédier à la segmentation des marchés permettait d'augmenter le prix des actions et de réduire le coût du capital. En outre, nous avons vu que l'amélioration de la protection des investisseurs amenait ceux-ci à baisser leurs attentes de rendement et à augmenter la valeur qu'ils donnent à l'entreprise.

1.3. Les raisons du repli vers l'Europe

Comme nous l'avons évoqué dans la première partie de ce travail, dans les années 2000, de nombreuses firmes européennes ont décidé de se retirer de leur cotation américaine malgré les avantages liés à celle-ci. Plusieurs facteurs expliquent ce revirement, cette section vise à les exposer.

1.3.1. Un coût très élevé

La première raison avancée par les sociétés qui se retirent de leur cotation aux États-Unis est bien évidemment les dépenses très importantes engendrées par ce type d'opération. Un listing supplémentaire génère bien sûr des frais de service, notamment ceux demandés par chaque place de marché et par la banque d'investissement impliquée dans la transaction. Cependant, les coûts les plus importants sont ceux supportés pour se conformer aux règles de la place boursière étrangère. Un grand nombre de managers qualifie les obligations de transparence comme le plus gros défi lié à une multi-cotation (Karolyi, G. A., 1998). A titre d'exemple, lorsque British Airways et AirFrance ont décidé de quitter leur cotation américaine en 2007 et 2008, ils pensaient réaliser une économie d'environ 20 millions de dollars de coûts de service et de mise en conformité par an. Le temps économisé leur apparaissait également comme un avantage non négligeable (Mc Kinsey, 2008).

Toutefois, ces coûts existaient déjà dans les années 90 et ils n'ont pourtant pas empêché la vague de multi-cotation que nous avons observée. Il s'avère en fait que le contexte économique et réglementaire a changé ces 30 dernières années, provoquant la dilution voire la disparition des bénéfices qui auparavant compensaient le coût d'une cotation supplémentaire à l'étranger.

1.3.2. Une meilleure intégration des marchés et des incitants politiques

En ce qui concerne la base actionnariale, plusieurs chercheurs affirment qu'elle ne serait plus élargie par une multi-cotation. En effet, le mouvement de globalisation qui s'est accéléré vers la fin des années 2000 a rendu les produits et les facteurs de production beaucoup plus mobiles que par le passé. Le démantèlement progressif des obstacles juridiques et réglementaires et la libéralisation des réglementations nationales ont ainsi permis aux investissements internationaux de se multiplier exponentiellement (Hatem, F., 2004). Par ailleurs, la possibilité d'acheter et vendre de manière électronique facilite l'accès aux marchés étrangers (Mc Kinsey, 2008), les frontières sont beaucoup moins marquées. La fusion qui a eu lieu entre Euronext et la NYSE en 2007 a elle aussi eu un impact certain sur l'accès aux investisseurs américains, même si les deux entités sont à nouveau séparées à l'heure actuelle.

Bien sûr, le biais domestique n'a pas complètement disparu : il a été démontré que dans les années 2000 les fonds communs avaient encore tendance à investir de manière disproportionnée dans les titres domestiques (Chan, K., Covrig, V., Ng, L., 2005). Néanmoins, pour les investisseurs institutionnels, le critère de choix majeur ne serait plus la place de marché sur laquelle un titre est coté mais bien son niveau d'attractivité. Par exemple, en 2008, sur 2400 sociétés étrangères appartenant au portfolio de CalPERS (un grand investisseur américain), seules 10% d'entre elles étaient cross-listées aux États-Unis (Mc Kinsey, 2008).

D'autre part, en plus d'un accès plus facile aux titres cotés en Europe, les investisseurs étrangers peuvent bénéficier de conditions attractives sur ces marchés. Désormais, il existe une concurrence entre les pays pour attirer les flux d'investissements étrangers. Ainsi, entre 1990 et 2000, de nombreux pays ont modifié leur réglementation sur les IDE (Investissements Directs Étrangers) afin de les faciliter (Levasseur, S., 2002).

En France, l'Agence Française pour les Investissements Internationaux (AFII) a été créée par l'article 144 de la loi relative aux nouvelles régulations économiques (2001). Le décret n° 2001-1091 (2001) régissait son organisation et son fonctionnement jusqu'à sa fusion avec UbiFrance le 1^{er} janvier 2015 pour devenir Business France. Sur son site officiel, cet organisme décrit sa mission comme étant « *encourager la croissance des exports par les entreprises françaises,*

facilitant les investissements internationaux en France. Ils promeuvent ainsi les firmes françaises et leur image ainsi que l'attractivité nationale en tant que place d'investissement (Business France) » [Traduction libre]. De cette façon, il est maintenant relativement simple pour les entreprises françaises de vendre des titres aux investisseurs institutionnels américains sans être cotées aux États-Unis (Bancel, F., 2007).

De même, en Belgique, l'Agence Wallonne à l'Exportation et aux Investissements Étrangers (AWEX) est née en 2004, par la fusion entre l'Agence wallonne à l'Exportation et l'*Office for Foreign Investors* (OFI). Elle est elle aussi chargée de promouvoir le commerce extérieur et l'accueil des investisseurs étrangers.

Ces incitants poussent les investisseurs à se diversifier directement sur d'autres marchés plutôt qu'exclusivement en achetant des titres étrangers cotés sur leur bourse domestique. Ce changement s'observe facilement à l'échelle européenne dans les flux d'investissements étrangers : les stocks d'IDE (Investissements Directs à l'Étranger) arrivant en Europe sont passés d'environ 800.000 milliards de dollars courants dans les années 90 à 2.800.000 milliards en 2002 (Hatem F., 2004), soit une augmentation de 350% ! Il apparaît donc que les différentes politiques nationales visant à promouvoir les marchés européens auraient porté leurs fruits. Le bilan 2004 de l'investissement productif étranger en France qualifiait par exemple la République française de « destination privilégiée pour les investisseurs étrangers ». Dès lors, il est devenu possible de diversifier sa base actionnariale directement depuis son marché domestique.

Par ailleurs, même si les résultats de Bancel et al. (2009) ne supportent que faiblement cette affirmation, il semblerait que les gains liés à l'élargissement de la base actionnariale et à la réduction du coût du capital se sont atténués au fur et à mesure des années. Ils supposent que l'harmonisation des règles comptables entre les pays et la suppression des barrières légales sont la cause de cette diminution. Nous discuterons cette hypothèse dans la sous-section suivante.

1.3.3. Le renforcement des régulations américaines

Par rapport à la « *bonding hypothesis* », deux pistes ont été avancées pour expliquer la vague de décotation qui a eu lieu autour de 2007: soit le marché américain est devenu inefficace en termes de contrôle (ou en tout cas n'amène plus un niveau de contrôle supérieur à celui du marché domestique) soit au contraire les sociétés émettrices cherchent à se soustraire aux règles devenues trop strictes (Hamet, J., 2013).

Le renforcement des régulations européennes dans le domaine de la transparence et de la protection des actionnaires semble aller dans le sens de la première hypothèse. Par exemple, les règles de divulgation d'information ont été coordonnées au niveau européen par la directive sur l'harmonisation des obligations de transparence pour les sociétés cotées (2004). Par ailleurs, l'Autorité européenne des marchés financiers a été créée en 2011. Ainsi, les législations s'harmonisent progressivement, les différences entre le régime américain et le régime européen ne sont plus aussi marquées. Le changement le plus notable est le développement des normes comptables internationales IFRS. Depuis le 1^{er} janvier 2005, toute société européenne dont les titres sont admis à la négociation sur le marché réglementé d'un État Membre est tenue de publier ses comptes consolidés conformément aux normes IAS/IFRS (art. 4 du règlement CE sur l'application des normes comptables internationales, 2002). De cette façon, la qualité de l'information comptable et sa comparabilité avec les autres comptes publiés aux États-Unis ont été considérablement améliorées. Par contre, les sociétés cotées à la fois en Europe et aux États-Unis devaient malgré tout réconcilier leurs comptes avec les US GAAP.

Toutefois, depuis le 21 décembre 2007, ces sociétés sont autorisées à poursuivre l'utilisation des normes IFRS sans devoir justifier les différences avec le référentiel américain (règle 33-8879 de la SEC). Pourtant, malgré les projets de convergence menés entre 2004 et 2006 par la FASB (*Financial Accounting Standards Board*) et la IASB (*International Accounting Standards Board*), plusieurs auteurs ont démontré en 2009 qu'il existait encore des disparités considérables entre les deux référentiels comptables, notamment au niveau des revenus et des capitaux propres (Gray, S. J., Linthicum, C. L., Street, D. L., 2009 ; Henry, E., Lin, S., Yang, Y., 2009). Dès lors, les US GAAP sont toujours plus sévères que les IAS/IFRS, mais rien n'oblige

plus les entreprises étrangères cotées aux États-Unis à les adopter. Tout porte donc à croire qu'effectivement les entreprises sont revenues en Europe parce que le marché américain ne leur amenait plus un niveau de contrôle supérieur. L'effet de signal positif était alors réduit tandis que le coût d'une multi-cotation n'avait pas diminué.

Cette théorie pourrait s'être avérée correcte si un changement majeur ne s'était pas opéré dans les régulations imposées par l'autorité boursière américaine, la *Securities and Exchange Commission* (SEC). En 2002, la loi de Sarbanes-Oxley (SOX) est entrée en vigueur. Cette réforme sur la protection des investisseurs et la comptabilité des sociétés cotées rend la deuxième piste avancée par Johanne Hamet (2013) plus convaincante.

Concrètement, cette modification augmente la responsabilité des entreprises, renforce les sanctions applicables en cas de mauvaise conduite et durcit les règles comptables pour assurer plus de transparence et de fiabilité dans l'information financière. L'objectif était de restaurer la confiance dans les marchés financiers (fragilisée par les scandales financiers qui ont éclaté au début des années 2000) mais surtout de mettre fin au régime spécial qui était appliqué aux sociétés non-américaines cotées aux États-Unis.

En effet, avant que cette nouvelle législation n'entre en vigueur, les entreprises étrangères bénéficiaient d'un système particulier, fondamentalement différent de celui appliqué aux sociétés américaines. Grâce à ce traitement préférentiel, les sociétés européennes cotées sur la NYSE ou le NASDAQ n'étaient jamais forcées d'adopter les normes comptables plus strictes et le régime d'entreprise plus rigoureux (Licht, A. N., 2003). En outre, les tribunaux américains ne poursuivaient que rarement les entreprises étrangères (Makni Zouari, S., Nekhili, M., 2011) et la non-territorialité du droit américain empêchait les actionnaires étrangers d'obtenir réparation en cas de violation d'une loi américaine.

L'introduction de la réglementation Sarbanes-Oxley a donc eu un très gros impact sur les sociétés européennes bénéficiant d'une cotation aux États-Unis pour deux motifs : la suppression de ce régime parallèle aurait doublé le coût d'une cotation aux États-Unis (Makni Zouari, S., Nekhili, M., 2011) et les actionnaires majoritaires rencontrent beaucoup plus de difficultés pour extraire des bénéfices privés (Doidge, C., et al., 2004). Par conséquent, les

firmer qui ne prévoient pas de lever du capital parce que leurs possibilités de croissance sont plutôt limitées auront tendance à se délistier pour réduire leurs coûts (Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M., 2004 ; 2008). Les investisseurs majoritaires n'ont en fait plus d'intérêt à sacrifier une partie de leurs bénéfices privés.

Il semble donc que les entreprises quittent les places de marché américaines non pas parce que celles-ci n'apportent plus un niveau de contrôle supérieur (le SOX a au contraire durci les réglementations), mais bien parce qu'une cotation aux États-Unis est devenue moins intéressante pour les investisseurs majoritaires (Doidge, C. et al., 2008).

Nous avons par contre remarqué que malgré l'impact très important du *Sarbanes-Oxley Act* en 2002, il a fallu attendre 2007 pour observer une vague massive de décotation. En 2002, les contraintes imposées par la SEC rendaient difficile et coûteux de quitter une place de marché américaine. C'est seulement en mars 2007 qu'une nouvelle loi a été adoptée, la règle 12h-6 (*Exchange Act Rule 12h-6*). Elle a rendu le processus de décotation beaucoup plus simple et surtout moins onéreux. Dès lors, de nombreuses firmes qui souhaitaient quitter leur listing américain depuis l'introduction du *Sarbanes-Oxley Act* ont pu passer à l'action, ce qui explique le pic observé au second semestre de 2007.

Par la suite, même si son impact sur les sociétés multi-cotées a été moindre, le *Dodd Frank Act* a lui aussi renforcé les réglementations en 2010, principalement en élargissant les pouvoirs de la SEC et en exigeant plus de transparence de la part des teneurs de marché (*market makers*) (Villablanca, L., 2013).

1.3.4. Une liquidité qui reste majoritairement sur le marché domestique

Pour ce qui est de la liquidité, nous avons établi que déjà dans les années 90, l'impact d'une multi-cotation était incertain.

En définitive, l'augmentation de la liquidité attendue par de nombreuses firmes ne s'est manifestée que dans un nombre limité de cas. Certaines études ont démontré que la majorité des transactions continuent d'avoir lieu sur le marché domestique malgré le cross-listing. Ce

phénomène de « *flow back* » serait dû au fait que c'est habituellement sur la bourse d'origine que les prix sont optimisés, c'est pourquoi elle reste le marché dominant (Bancel, F., 2007). Ainsi, pour les sociétés européennes, le volume moyen de transactions qui a lieu aux États-Unis ne dépasse pas les 3% du volume total (McKinsey, 2008). Pour Novartis, Danone et Siemens (trois grands groupes européens cotés à New-York), les volumes enregistrés au début des années 2000 étaient même encore plus bas puisqu'ils étaient respectivement de 0,26 %, 0,07 % et 0,09 % (Bancel, F., 2007).

De plus, lorsqu'au contraire le volume de transactions augmente sur le marché étranger, c'est souvent parce qu'il offre de meilleures conditions aux investisseurs. Dans ce cas, les transactions qui avaient lieu sur la bourse domestique sont simplement transférées vers le marché d'accueil et la liquidité peut être réduite (Makni Zouari, S., 2010). De nombreux inconvénients découlent de l'illiquidité d'un titre, notamment une augmentation du coût du capital car les investisseurs vont demander un rendement plus élevé (Foucault, T., 2006).

Nous constatons donc que l'effet sur la liquidité est toujours très ambigu, c'est pourquoi les entreprises se doivent d'être prudentes lorsqu'elles envisagent une multi-cotation. L'augmentation de la liquidité ne devrait pas être leur seul argument en faveur de l'opération car il n'existe aucune garantie qu'elle va effectivement se manifester.

1.3.5. Un impact temporaire sur la valorisation

Au sujet de la valeur de marché, nous avons vu que plusieurs chercheurs ont démontré qu'elle pouvait être augmentée par une multi-cotation.

Cependant, l'étude de Ghadhabh et Hellara (dont l'échantillon couvre la période de 1980 à 2013) a mis en évidence que seules les trois premières cotations d'une entreprise ont un impact positif sur sa valeur. Tout listing supplémentaire aurait ensuite une influence nulle voire négative sur le prix de ses actions (Ghadhabh, I., Hellara, S., 2016). En outre, même si le cours des actions réagit favorablement juste après la multi-cotation, il apparaît que l'impact un an plus tard est négatif (Karolyi, G. A., 1998).

Suite à cette constatation, d'autres chercheurs ont tenté d'évaluer si l'augmentation de valeur amenée par une multi-cotation était permanente (Sarkissian, S., Schill, M. J., 2009). Pour ce faire, ils ont analysé pour les entreprises cotées à l'étranger en décembre 1998 les rendements observés 10 ans avant le cross-listing et ceux 10 ans après. Ils ont observé que ceux-ci augmentent énormément dans les 5 ans avant la multi-cotation, diminuent fortement pendant les 5 années suivantes puis ré-augmentent progressivement avant de se stabiliser. Pour expliquer ce phénomène, les auteurs identifient plusieurs caractéristiques propres aux marchés ainsi qu'aux firmes qui cross-listent et testent leur impact sur la valorisation. Ils révèlent que la plupart d'entre eux ont un impact temporaire. Ainsi, au niveau des marchés, la taille relative, la liquidité et la protection légale n'ont qu'une incidence éphémère sur les rendements post-listing. En revanche, si le marché de destination renforce les obligations de transparence, une répercussion positive et permanente sera observée sur les rendements. Par contre, au niveau de la firme, ni la taille ni le secteur d'activité n'ont un impact permanent sur la valorisation. De manière générale, ils démontrent ainsi que l'effet positif sur la valorisation est en fait la plupart du temps temporaire.

En ce qui concerne la segmentation des marchés, nous avons établi qu'elle a considérablement diminué ces dernières années. Les pratiques financières (dont les techniques de valorisation) qui pouvaient différer auparavant ont donc convergé, réduisant voire éliminant les éventuelles différences de valeur (Bancel, F., 2007).

Pour finir, un dernier groupe d'auteurs s'est penché sur l'impact du *Sarbanes-Oxley Act* sur la valorisation des sociétés, en se concentrant sur les bourses américaine, allemande et hongkongaise (Bianconi, M., Chen, R., Yoshino, J. A., 2013). Ils ont ainsi démontré que le SOX aurait eu un impact négatif sur la valeur des entreprises, peu importe le marché sur lequel elles étaient cotées. Seules les firmes déjà cross-listées aux États-Unis auraient vu leur valeur augmenter car le renforcement des régulations avait accentué le signal positif perçu par le marché. Selon les auteurs, le *Sarbanes-Oxley Act* aurait ainsi découragé pas mal d'entreprises qui, avant son entrée en vigueur, envisageaient de demander une cotation américaine.

Dès lors, nous voyons que l'effet d'un multi-listing aux États-Unis sur la valorisation d'une société est également ambigu. Comme pour la liquidité, les entreprises doivent considérer cet

argument avec prudence afin de ne pas nourrir de fausses espérances liées à une cotation américaine.

1.4. Comparaison des deux principaux marchés américains

Même si la littérature est déjà relativement abondante sur les arguments en faveur et en défaveur de l'entrée en bourse aux États-Unis, il n'existe à notre connaissance aucune étude qui distingue les cotations sur le NASDAQ de celles sur la NYSE. Pourtant, nous pensons que pour analyser en profondeur le phénomène des multi-cotations aux États-Unis, il est nécessaire de distinguer les deux places de marché américaines. Cette section est donc destinée à identifier les différences structurelles qui existent entre elles.

La *New York Stock Exchange* (NYSE) est la bourse mondiale dominante en termes de capitalisation. Également surnommée Wall Street, elle est née le 17 mai 1792 suite à l'accord de Buttonwood. En avril 2007, la NYSE a fusionné avec Euronext pour former le groupe NYSE Euronext, devenant ainsi la plus importante plateforme boursière au monde. Cependant, cette plateforme est elle-même devenue une filiale à 100% de l'*Intercontinental Exchange Group Inc.* (ICE) en 2013. Le groupe s'est ensuite séparé de ses activités européennes dès 2014 en introduisant Euronext en bourse. Aujourd'hui, la NYSE accueille majoritairement des firmes bien établies, dont les titres sont généralement relativement stables.

Bien plus jeune que la NYSE puisqu'il a été créé en 1971, le NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) est plutôt connu pour sa spécialisation dans les secteurs de haute et nouvelle technologie. Les titres commercialisés sur cette place de marché proviennent donc généralement de firmes qui ont un haut potentiel de croissance et sont par conséquent beaucoup plus volatiles. Il est intéressant de noter que le NASDAQ comprend trois marchés distincts : le *Capital Market* pour les petites capitalisations, le *Global Select Market* et le *Global Market* pour les autres. Même si la majorité des entreprises sont présentes sur le NASDAQ plutôt que sur la NYSE, cette dernière domine largement le marché américain en termes de capitalisation totale puisqu'elle représentait 28,5 billions de dollars au 30 juin 2018¹.

¹ NYSE (2019a). *Total Market Cap.*

La différence principale entre les deux places de marché réside dans la manière dont les opérations sont effectuées. En effet, comme son nom l'indique, le NASDAQ est un marché de contrepartie (*dealers' market*), tandis que la NYSE est un marché à enchères (*auction market*). Pour cette raison, leur fonctionnement est totalement différent. Concrètement, chaque titre coté sur Wall Street a généralement un seul *Designated Market Maker* (DMM) qui assure la liquidité et l'efficacité du marché. Il est chargé de faire le lien entre les acheteurs et les vendeurs sur un principe de vente aux enchères : il associe le prix d'achat (*bid*) le plus élevé au prix d'offre (*ask*) le plus faible. Sur le NASDAQ, la liquidité de chaque titre est assurée par plusieurs *market makers* (également appelées *dealers*) qui achètent des titres à un *bid price* fixé par eux puis tentent de les revendre à un *ask price* qu'ils fixent également. Ces dealers sont en concurrence les uns avec les autres, ce qui les empêche de définir un *spread* trop élevé. La particularité du NASDAQ est que toutes ces opérations se font électroniquement via un système informatique très puissant où chaque partie prenante introduit ses critères de vente et d'achat.

Au sujet des coûts, les frais de candidature sur la NYSE sont de \$25,000, mais \$50,000 de frais uniques seront encore demandés lors de la première émission. A ces frais s'ajoute un coût variable en fonction du nombre de titres émis. Des limites ont néanmoins été fixées pour le premier listing : un taux fixe de \$0.004 par titre est appliqué et les tarifs minimal et maximal sont respectivement de \$150,000 et \$295,000¹ (frais de candidature et frais uniques compris). Pour le NASDAQ, les frais dépendent du marché considéré. Pour les deux *Global Markets*, le coût d'une première émission démarre à \$150,000² mais varient en fonction du nombre de titres en circulation. A partir de 70 millions, ils sont plafonnés à \$295,000 (ces chiffres incluent les \$25,000 de frais de candidature). Jusqu'ici, les dépenses sont donc similaires. Néanmoins, le *NASDAQ Capital Market* offre des conditions plus avantageuses aux petites capitalisations : les frais de candidature sont de \$5,000 et le coût total d'une première émission est compris entre \$50,000 et \$75,000.

¹ Tous les chiffres de cette section concernant les frais imposés par la New-York Stock Exchange proviennent de leur site officiel sur la page « *Company Resources* » dans la rubrique « *Fees* » (NYSE, 2019b).

² Les coûts liés à une cotation sur le NASDAQ sont eux renseignés dans le « *Initial Listing Guide* » disponible sur le site officiel du NASDAQ Listing Center (NASDAQ, 2019).

En ce qui concerne le tarif annuel d'une cotation sur le NASDAQ, il varie entre \$45,000 et \$155,000 sur le *Global Market* et le *Global Select Market*, mais il est limité à \$75,000 sur le *Capital Market*. Par contre, le tarif annuel d'une cotation sur la NYSE peut aller jusqu'à plusieurs centaines de milliers de dollars même s'il est plafonné à \$500,000.

Au total, une cotation sur le NASDAQ est donc généralement moins chère pour les entreprises qu'une cotation sur la NYSE. En revanche, les coûts d'exécution sont plus élevées sur le NASDAQ en raison de sa nature de marché de contrepartie (Huang, R.D., Stoll H. R., 1996).

La dernière différence majeure réside dans la sévérité des conditions d'accès. Les deux places de marché sont bien sûr surveillées de près par la SEC, mais les critères d'admission sont bien plus sévères pour la NYSE. Par exemple, dans les années 1990, une société devait obligatoirement être bénéficiaire pour pouvoir prétendre à une cotation sur la NYSE. Les start-up prometteuses ne respectant que rarement cette condition, elles se tournaient plutôt vers le NASDAQ. Les coûts sur le *Capital Market* sont plus bas, les critères d'introduction sont moins stricts, mais en échange des informations régulières et détaillées doivent obligatoirement être publiées. A présent, la NYSE tente aussi d'attirer les sociétés technologiques en relâchant certains critères d'introduction. Une valorisation minimale de 200 milliards de dollars a ainsi remplacé l'exigence de profitabilité en 2008, et le *direct listing*¹ est possible depuis 2018 alors que seul le NASDAQ le proposait jusque-là. Il existe donc aujourd'hui une vraie compétition entre les deux places de marché pour attirer les sociétés technologiques, alors que dans les années 90 la complexité et la sévérité des règles du NYSE ne lui permettait tout simplement pas de rivaliser avec le NASDAQ.

En termes de proportion, en 2003, 61% des sociétés européennes cotées aux États-Unis l'étaient sur la NYSE (Bancel F., 2007). Cette préférence semble légitime puisque c'est sur cette bourse que la majorité des *blue ships* américaines sont cotées. Les grandes firmes européennes veulent donc que leurs titres puissent être échangés sur la même place de marché. Seules les sociétés actives dans le secteur de la technologie ont choisi d'entrer sur le

¹ Technique d'entrée en bourse consistant à proposer à la vente seulement les parts existant déjà. Elle se distingue de l'IPO (*initial public offering*) où de nouvelles actions sont créées pour être négociées sur la place de marché.

NASDAQ pour les raisons que nous venons d'évoquer : ce sont souvent des entreprises de plus petite taille mais à forte croissance. Bancel a également démontré cette dimension sectorielle dans son étude de 2009, dont l'échantillon couvrait 33 secteurs industriels (Bancel, F. et al., 2009). Les auteurs ont observé que les entreprises financières, manufacturières et pharmaceutiques ainsi que le groupe « autres » choisissent majoritairement de se faire coter sur la NYSE. En revanche, 55% des firmes technologiques préfèrent le NASDAQ, et ce pourcentage monte jusqu'à 68% lorsqu'on ne considère que les sociétés de haute technologie cotées entre 1999 et 2000. Enfin, le secteur des services opte plus généralement pour le NASDAQ.

Le choix d'une place boursière différente semble indiquer que les motivations des firmes varient en fonction du secteur dans lequel elles sont actives. Nous y reviendrons plus tard mais c'est la raison pour laquelle il nous semble nécessaire de bien distinguer les retraits du NASDAQ de ceux de la NYSE.

CHAPITRE 2 : FORMULATION DES HYPOTHÈSES

L'objectif du présent mémoire est de confronter les arguments avancés dans la théorie avec l'avis de praticiens actuels. Nous souhaitons évaluer dans quelle mesure les résultats empiriques des différentes études que nous avons analysées se vérifient dans la réalité du terrain. Nous avons donc décidé d'adopter une démarche hypothético-déductive, c'est-à-dire que nous avons formulé une série d'hypothèses que nous allons tester dans la partie pratique de ce travail. Cette section vise à expliquer sur base de quels éléments nous les avons établies.

Ainsi, concernant l'accès au capitaux, nous avons vu que dans les années 90 la multi-cotation aux États-Unis permettait de le faciliter en élargissant la base actionnariale de l'entreprise, en améliorant sa visibilité et en contournant la segmentation des marchés de même que les barrières à l'investissement qui pouvaient exister entre les pays. Le coût du capital pouvait ainsi être réduit. Néanmoins, le mouvement de globalisation observé ces vingt dernières années a dilué ces avantages en intégrant les marchés et en démantelant les obstacles juridiques et réglementaires. De plus, les pays européens ont mis en place des organes et des politiques visant à attirer les investisseurs étrangers qui dès lors n'hésitent plus à investir au-delà de leurs frontières. Par conséquent, en théorie, une cotation aux États-Unis ne semble plus nécessaire pour garantir un accès satisfaisant aux capitaux. Nous voudrions cependant savoir si ce constat se vérifie dans la réalité, c'est pourquoi notre première hypothèse sera la suivante :

H₁ : L'accès aux capitaux n'est plus amélioré par une multi-cotation aux États-Unis

Pour ce qui de la gouvernance des entreprises, nous avons démontré qu'une multi-cotation aux États-Unis permettait de donner un signal positif au marché car les lois y sont plus strictes. En fait, dans les années 90, les actionnaires majoritaires s'engageaient de manière crédible à sacrifier tout ou partie de leur bénéfice privé pour rassurer les investisseurs minoritaires. Ils avaient ainsi la possibilité de lever les fonds nécessaires à la réalisation des opportunités de croissance de l'entreprise, et de diminuer le coût du capital. Cependant, grâce au régime plus souple qui était accordé par la SEC aux sociétés non-américaines, les actionnaires majoritaires pouvaient en réalité continuer à protéger leurs intérêts.

Le *Sarbanes-Oxley Act* (entré en vigueur en 2002) a mis fin à ce double système : désormais, les réglementations s'appliquent de la même façon à toutes les entreprises contrôlées par la SEC, peu importe leur nationalité. Le SOX a également apporté un renforcement drastique des contraintes réglementaires, c'est pourquoi le coût d'une multi-cotation a doublé et les actionnaires majoritaires ont beaucoup plus de mal à extraire des bénéfices privés. Nous pensons donc que plusieurs entreprises ont décidé de quitter leur cotation aux États-Unis pour se soustraire aux règles devenues trop strictes, et la règle 12h-6 adoptée en 2007 leur aurait permis de le faire à un coût réduit. Nous souhaitons évaluer dans quelles mesures ces coûts découragent encore les sociétés aujourd'hui. Notre seconde hypothèse sera donc :

H₂ : Les coûts supplémentaires engendrés par le durcissement des réglementations de la SEC (en particulier via le Sarbanes Oxley Act) découragent les sociétés qui envisagent une multi-cotation aux États-Unis

Au sujet de la liquidité, plusieurs études ont démontré que le taux de rotation et le volume total de transactions des entreprises étaient augmentés par la multi-cotation, ce qui indique une amélioration de la liquidité des titres. Les auteurs attribuent ce bénéfice à plusieurs éléments : l'apparition d'une concurrence entre les marchés d'origine et de destination, les éventuelles possibilités d'arbitrage, l'augmentation de la notoriété de l'entreprise ou encore la différence de fuseau horaire. Néanmoins, nous avons pu observer que l'augmentation de la liquidité peut fortement varier d'une entreprise à l'autre car elle est influencée par de nombreux facteurs (par exemple le type de cotation ou le volume de transactions qui reste sur le marché domestique). De plus, la plupart du temps, soit la liquidité est simplement transférée du marché d'origine vers le marché étranger, soit un phénomène de « *flow back* » est observé. Dans les deux cas, la liquidité reste alors proche de son niveau initial.

Étant donné les divergences d'opinion qui existent dans la théorie au sujet de l'augmentation de la liquidité entraînée par une multi-cotation, nous aimerions avoir l'avis des praticiens sur cette problématique. Notre troisième hypothèse sera donc celle-ci :

H₃ : La liquidité d'un titre n'est pas augmentée par une multi-cotation aux États-Unis

Enfin, en ce qui concerne la valorisation, nous avons vu que plusieurs études ont démontré une amélioration de celle-ci après une multi-cotation aux États-Unis. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles certaines entreprises ont choisi d'entrer sur un marché américain.

Toutefois, d'autres auteurs ont analysé l'impact du listing américain sur une plus longue période, ce qui leur a permis de prouver que l'augmentation de la valeur de l'entreprise était en réalité temporaire. En réalité, les rendements anormaux observés augmentent fortement autour de la date de l'annonce de l'intention de cross-lister, mais diminuent considérablement dans les mois qui suivent. Seul un renforcement significatif des obligations de transparence permet d'obtenir un effet positif de manière permanente. De plus, il apparaît qu'à partir de la quatrième cotation, l'impact du cross-listing à l'étranger est nul voire négatif. Enfin, le *Sarbanes-Oxley Act* a eu un impact négatif sur la valorisation des sociétés, ce qui a découragé certaines firmes de se faire multi-coter aux États-Unis.

Par conséquent, puisque les différents travaux de recherche mettent en évidence certaines contradictions, nous nous demandons comment les praticiens qualifieraient l'effet d'une multi-cotation sur la valorisation des firmes. Dès lors, nous formulons l'hypothèse suivante :

H₄: Une multi-cotation aux États-Unis n'apporte pas de gains permanents en termes de valorisation

Avec les hypothèses que nous venons d'énoncer, nous allons tester les arguments principaux qui ont été avancés par les théoriciens ces dernières années. Cependant, il est possible que les praticiens connaissent d'autres raisons pour lesquelles les sociétés européennes quittent leur double cotation. En effet, il est intéressant de noter que chacun des éléments énoncés dans la théorie est lié à un des bénéfices recherchés qui avaient été évoqués pour expliquer la vague de cotation dans les années 90. Ces bénéfices se seraient en fait atténués, voire n'auraient jamais existé. Nous pensons qu'il pourrait également exister des éléments nouveaux qui auraient eux aussi influencé la décision des entreprises de revenir à leur cotation domestique. C'est de ce constat que découle notre cinquième hypothèse :

H₅ : Il existe d'autres éléments que ceux avancés dans la littérature pour expliquer les nombreux dé-listing observés dans les années 2000

Comme nous l'avons évoqué précédemment, nous pensons qu'il est nécessaire de distinguer la NYSE et le NASDAQ pour appréhender correctement le mécanisme de la multi-cotation aux États-Unis.

Lors de nos recherches, nous n'avons relevé qu'un seul auteur qui a indirectement différencié les deux places de marché en distinguant les motivations des grands groupes industriels de celles des sociétés technologiques : Bancel (2007). Il explique que dans les années 90, seuls les États-Unis ont reconnu la valeur du secteur technologique suffisamment tôt. Par conséquent, les sociétés technologiques européennes qui étaient en pleine croissance à cette époque ont fait coter leur titres sur le NASDAQ pour pouvoir lever les capitaux dont elles avaient besoin. Toujours selon Bancel (2007), les motivations des grands groupes industriels et financiers européens étaient plutôt de faciliter les opérations de croissance externe (pour pouvoir payer une acquisition américaine en titres la société doit être cotée aux États-Unis), d'accroître leur nombre d'actionnaires américains ou de pouvoir rémunérer leurs salariés américains avec des stock-options ou des actions gratuites en dollars. Ils se tournaient donc plus vraisemblablement vers la NYSE.

L'auteur pense que ces avantages se sont dilués ces dernières années, en particulier pour les sociétés technologiques. Selon lui, les différences entre les marchés européens et américains se sont atténuées, les fonds d'investissements sont plus en mesure d'apporter un financement adéquat aux sociétés en croissance rapide et les politiques des gouvernements européens mettent en place des structures pour les aider à se financer. Par conséquent, une cotation aux États-Unis ne lui semble plus autant nécessaire qu'auparavant pour les sociétés de haute technologie.

Cependant, il ne tient pas du tout compte de la capacité d'« incubateur » que l'on prête souvent au NASDAQ. De fait, la vocation finale des sociétés technologiques est parfois d'être rachetées. La cotation a alors pour objectif de leur permettre de se développer rapidement au début de leur existence, pour ensuite quitter la place boursière américaine non pas pour

se replier vers une cotation domestique mais bien parce qu'elles deviennent privées. Cette stratégie a par exemple été suivie par la biotech belge Ablynx (ex-membre du Bel 20 et anciennement cross-listée sur Euronext Bruxelles et le NASDAQ) qui a été racheté le 4 avril 2018 par le groupe français Sanofi. Il semblerait que le NASDAQ soit pour l'heure la seule place de marché capable de donner l'élan nécessaire aux jeunes entreprises technologiques.

En ce qui concerne les cotations sur la NYSE, l'auteur estime qu'elles n'apportent plus autant de valeur qu'auparavant car il est désormais possible d'attirer les investisseurs américains directement depuis l'Europe. Le laboratoire français Sanofi a d'ailleurs demandé en janvier 2019 le transfert de ses titres depuis la NYSE vers le NASDAQ afin de réaliser des économies tout en renforçant son image de biotech dynamique. Cette opération exceptionnelle montre bien que le NASDAQ présente des spécificités qui encore aujourd'hui attirent les sociétés européennes, ce qui n'est peut-être plus le cas de la NYSE.

En conséquence, même si nous venons de démontrer que de nombreux avantages de la multi-cotation semblaient s'être atténués, nous pourrions imaginer que le bénéfice retiré d'un incubateur comme le NASDAQ permette de compenser les éléments en faveur d'une sortie de la cote américaine. Il se peut en effet que les firmes technologiques jouissent d'avantages trop importants pour y renoncer car elles ne bénéficieront pas de la même opportunité en Europe. Ce serait également la raison pour laquelle de nouvelles multi-cotations sur le NASDAQ continuent à être observées actuellement, avec notamment Celyad en 2015 ou ArgenX en 2019. Cette intuition nous amène à notre sixième hypothèse :

H₆ : le rôle d'incubateur associé au NASDAQ et l'absence d'équivalent européen rendent une multi-cotation sur cette place de marché nécessaire pour les entreprises technologiques

Si aujourd'hui il n'y a effectivement aucun équivalent européen au NASDAQ, plusieurs tentatives ont eu lieu pour en créer un.

La difficulté pour les petites et moyennes entreprises européennes de lever du capital existait déjà dans les années 90. Les marchés européens n'étaient à l'époque pas en mesure de leur

apporter le capital dont elles avaient besoin sur le long-terme pour assurer leur expansion, ce qui entraînait un exode vers les places de marché étrangères. Les institutions européennes ont alors pris conscience que pour assurer la croissance et l'emploi en Europe, il était nécessaire de créer un équivalent européen au NASDAQ pour les sociétés technologiques innovantes et à croissance rapide (Tirez, D., 1997). C'est la raison pour laquelle l'EASDAQ (*European Association of Securities Dealers Automated Quotations*) a été établi en Belgique, à l'initiative d'un groupe de *venture capitalists* supporté par la Commission Européenne (Parsons, C., Jabko, N., 2005). L'Arrêté Royal du 10 juin 1996 a officialisé sa création et régissait son organisation.

Malgré plusieurs atouts majeurs comme la possibilité de se faire coter dans n'importe quelle devise, l'EASDAQ fut très vite évincé par les marchés nationaux des États Membres. Ceux-ci ont vu la plateforme pan-européenne comme un concurrent. En réaction, beaucoup d'entre eux ont créé en leur sein une cellule à l'image du NASDAQ (Parsons, C., Jabko, N., 2005). Vers 1999, ces cellules ont ensuite été regroupées en un réseau relativement intégré : l'Euro NM. Dès le mois de décembre de cette même année, dans la bulletin mensuel de la Commission des Opérations de la Bourse (COB), les résultats de l'étude comparative menée par Carine Romey étaient sans appel : les marchés principaux d'Euro NM (le Nouveau Marché en France et le Neuer Markt en Allemagne) avaient dépassé l'EASDAQ autant en termes de volume de transactions qu'en termes de capitaux collectés ou de capitalisation boursière (Romey, C., 2000a). De plus, le bulletin déclarait que 32% des sociétés cotées sur l'EASDAQ étaient multi-cotées, majoritairement sur le NASDAQ. Il était donc clair que l'objectif d'obtenir en Europe un marché unique adapté aux besoins particuliers des sociétés technologiques était loin d'être atteint.

Par conséquent, c'est sans surprise que l'EASDAQ fut racheté par le NASDAQ en 2001, devenant NASDAQ Europe. Malgré la profonde restructuration effectuée, les volumes de transactions y sont restés relativement faibles. Le géant américain a alors pris la décision de revendre la plateforme européenne en 2003, soit seulement 2 ans après son acquisition. Elle a été reprise par Jos Peeters (fondateur de l'EASDAQ) puis par la bourse de Berlin en 2007 pour devenir Equiduct, un nouveau marché boursier alternatif en Europe, de la catégorie des

systèmes multilatéraux de négociation¹. Pour finir, le *hedge fund* Citadel en est devenu actionnaire majoritaire en 2009 dans le but d'en faire une des premières plateformes de négociation européennes.

En ce qui concerne l'Euro NM, l'alliance n'a pas permis d'obtenir un marché suffisamment harmonisé car les cellules nationales n'étaient pas en mesure d'appliquer un régime spécifique adapté aux segments de croissance (Karmel, S., Bryon, J., 2003). En outre, une étude comparative entre l'Euro.NM et le NASDAQ a démontré que la place de marché européenne présentait encore quelques faiblesses comme une sous-évaluation plus importante ou un volume moyen de titres échangés plus faibles (Miloud, T., 2003). Il est également apparu que pour les petites entreprises, l'intérêt des investisseurs restait plutôt local (Ritter, J. R., 2003). Enfin, l'éclatement de la bulle Internet en 2000 a engendré plusieurs faillites qui ont encore affaibli les marchés (Zattoni, A., Judge, W., 2012), entraînant la dissolution d'Euro.NM le 31 décembre 2000. Nous voyons donc que si l'envie d'un marché pan-européen capable de rivaliser avec le NASDAQ était bien présente ces 20 dernières années, aucune des tentatives passées n'a vraiment été concluante.

Cependant, le contexte semble différent aujourd'hui. D'abord, la concurrence entre les marchés nationaux paraît beaucoup moins importante que dans les années 90. D'une part, parce que les bourses d'Amsterdam, Lisbonne, Paris et Bruxelles sont regroupées au sein d'Euronext, et d'autre part parce qu'un rapprochement a eu lieu entre Euronext et la Deutsche Börse, même si leur fusion a été refusée en 2012 par la Commission Européenne. Lors d'une interview donnée au journal La Tribune (Cuny, D.; Mabile, P., 2017), Stéphane Boujnah (Directeur Général d'Euronext) a expliqué qu'il espérait que d'autres bourses indépendantes européennes se joindraient au système fédéral d'Euronext. Son ambition est de développer une structure assez forte pour devenir le marché de référence pour les sociétés technologiques européennes. L'acquisition de plus de 50% de la bourse norvégienne Oslo Bors

¹ En anglais *Multilateral Trading Facility* (MTF), les systèmes multilatéraux de négociation sont des plateformes facilitant l'échange d'instruments financiers entre de nombreux acteurs, en particulier lorsqu'il n'existe pas de marché pour ces produits. Souvent électroniques, ils représentent une alternative crédible aux bourses traditionnelles en offrant des coûts moins élevés pour des transactions plus rapides.

qui a été finalisée en juin 2019 était déjà un pas dans cette direction, d'autant plus que le second acheteur potentiel n'était autre que le NASDAQ.

Ensuite, Bancel (2007) soulignait que les différences structurelles entre les États-Unis et l'Europe étaient moins marquées. Nous avons aussi démontré qu'en Europe le système réglementaire offrait maintenant un niveau de contrôle plus élevé qu'auparavant, ce qui pourrait renforcer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers européens. Enfin, depuis 2017, Euronext a mis en place dans plusieurs pays des structures comme les Euronext Tech Hub, visant à aider les entreprises technologiques à se développer grâce à des options de financement adaptées.

Suite à ces constats, nous nous demandons s'il serait possible que la création d'un nouvel EASDAQ aussi dynamique que le NASDAQ nous permette de retenir les jeunes sociétés européennes en croissance. L'Europe pourrait ainsi bénéficier de la prospérité que ces nouvelles entreprises peuvent apporter. Notre septième et dernière hypothèse sera donc la suivante :

H₇ : Mettre en place un marché européen aussi dynamique que le NASDAQ permettrait d'éviter les multi-cotations aux États-Unis et donc de garder nos sociétés prometteuses en Europe

CHAPITRE 3 : MÉTHODOLOGIE

Cette section vise à décrire la manière dont nous avons collecté et analysé nos données. Sur base de notre recherche théorique et des hypothèses qui en ont découlé, nous avons pu délimiter le cadre de notre étude et constituer un échantillon représentatif. C'est ce que nous allons exposer maintenant.

3.1. Cadre de la recherche

Lorsque nous nous sommes penchés sur le sujet des multi-cotations nous nous sommes très vite aperçus que les cross-listings transatlantiques étaient de loin les plus courants. Au fur et à mesure de nos recherches, nous avons pu remarquer que si le phénomène était très important dans les années 90, son ampleur a fortement diminué à partir des années 2000. Nous avons donc décidé de limiter notre analyse uniquement aux multi-cotations entre l'Europe et les États-Unis. Le but était de pouvoir examiner en profondeur les avantages et les inconvénients liés à ce type d'opération dans les années 90 puis en 2010, mais aussi aujourd'hui. C'est donc volontairement que nous avons écarté les entreprises multi-cotées uniquement sur des places de marché situées en Europe. Puisqu'il n'était pas possible de contacter toutes les entités européennes multi-cotées aux États-Unis, nous avons dû encore restreindre le cadre de notre recherche. Nous nous sommes donc limités au cadre national c'est-à-dire uniquement aux entreprises belges.

En ce qui concerne les limites temporelles, notre recherche couvre la période allant de 1990 à nos jours. Cet intervalle relativement étendu complique l'obtention d'informations puisque certaines des opérations sont très éloignées dans le temps. Les marchés évoluant très vite, le *Head of Listing* d'Euronext nous a assuré que les données n'étaient pas conservées aussi longtemps. Pour cette raison, nous avons décidé de limiter notre analyse pratique aux multi-cotations ayant eu lieu ces dix dernières années.

3.2. Méthode

Beaucoup d'études quantitatives ont déjà été réalisées sur le sujet des multi-cotations aux États-Unis. Leurs résultats sont bien sûr très intéressants et améliorent certainement la

compréhension du mécanisme, mais nous pensons qu'avec ce type de recherche il est très difficile de prendre en compte les facteurs plus subjectifs. Pourtant, ceux-ci influencent également les décisions des entreprises. Par ailleurs, l'analyse statistique a généralement pour effet de lisser les résultats puisque le raisonnement est souvent basé sur des moyennes. Celles-ci occultent les éventuelles différences qui peuvent exister entre les entreprises. Dès lors, afin d'apporter un point de vue complémentaire, nous avons décidé de mener une étude qualitative basée sur une série d'entretiens semi-directifs. Cette approche va nous permettre de prendre en compte le point de vue de toutes les parties concernées ainsi que les facteurs propres à chaque entreprise interviewée. Nous allons aussi pouvoir établir des liens de causalité afin d'expliquer les retours observés dans les années 2000, ce qui ne serait pas possible avec une analyse statistique.

3.2.1. Composition et taille de l'échantillon

Pour examiner en profondeur le phénomène des multi-cotations, nous avons pour objectif de recueillir l'avis de toutes les parties prenantes de ces opérations. Nous avons ainsi identifié 3 types d'acteurs : l'opérateur, les investisseurs et bien sûr les sociétés.

Puisque nous nous limitons à la Belgique, l'opérateur le plus évident à interroger était bien sûr Euronext Bruxelles. Nous avons donc pris contact par téléphone avec Benoît van dan Hove (*Head of Listing* de cette place de marché) afin de fixer un rendez-vous. Cet entretien avait pour but de déterminer comment Euronext se positionnait par rapport aux places de marché américaines, et quelle était sa position sur la multi-cotation aux États-Unis.

En ce qui concerne les investisseurs, il est assez difficile de trouver en Belgique (ou même en Europe Continentale) un fond d'investissement assez développé pour contribuer à notre recherche. Il n'existe que des petites associations pas vraiment représentatives. Contacter des investisseurs américains n'était pas non plus envisageable pour des raisons évidentes. Cependant, puisque les banques servent souvent d'intermédiaire pour les transactions, nous pensons que leur analyse apporte un éclairage suffisant par rapport à la position des investisseurs. Nous avons donc sollicité plusieurs d'entre elles, qui nous ont mis en contact avec la personne la mieux placée pour répondre à nos questions. Nous avons ici un double

objectif : d'une part, nous voulions découvrir comment la multi-cotation aux États-Unis était perçue par les investisseurs et comprendre la manière dont elle influençait leurs décisions. D'autre part, nous voulions déterminer l'impact de l'opération sur les sociétés. Dans ce cadre, nous avons interviewé Monsieur Olivier Limage, Directeur *Corporate* chez BNP Paribas Fortis pour la Belgique et le Luxembourg, Monsieur Jean-Philippe Etienne, responsable *Invest* (i.e. investissements) également chez BNP Paribas Fortis et Monsieur Marc Shreiner, *Trade Executor* à la Banque Internationale à Luxembourg (BIL). Nous sommes bien conscients que les banques luxembourgeoises n'entrent pas exactement dans le cadre spatio-temporel que nous nous sommes fixés, mais grâce à sa proximité géographique avec la frontière belge la BIL est très souvent amenée à gérer les intérêts de sociétés établies en Belgique. Pour cette raison, nous avons décidé de l'inclure malgré tout.

Enfin, les sociétés sont les premières concernées. Nous voulions connaître leurs motivations et l'impact qu'une multi-cotation peut avoir sur elles. Nous avons donc contacté toutes les entreprises belges cotées à la fois en Europe et aux États-Unis entre 2010 et 2019. Leur réception nous a ensuite renvoyés vers l'interlocuteur le plus qualifié pour nous répondre. Tigenix ayant été rachetée en 2018, il ne nous restait que ArgenX, Celyad et Galapagos qui répondaient à notre condition. Dans le soucis d'accroître notre échantillon, il nous a aussi semblé intéressant de prendre contact avec deux sociétés qui envisagent une cotation américaine en plus de celle(s) qu'elles ont déjà en Europe : Mithra et Agrosavfe. Malgré tous les efforts que nous avons déployés pour obtenir des informations de la part de ces cinq sociétés, force est de constater que seulement trois d'entre elles ont accepté de contribuer à notre recherche. Nous avons ainsi échangé avec Monsieur Jean-Manuel Fontaine, *Vice President External and Scientific Affairs* chez Mithra, Monsieur Patrick Jeanmart, ex-CFO de Celyad et Monsieur Michael Maraszek, Directeur *Internal Control* chez Galapagos.

Au total, notre échantillon est donc composé de sept intervenants. Malgré sa taille relativement petite, nous estimons qu'il est suffisant pour avoir une vision représentative. En effet, Euronext Bruxelles est le seul opérateur belge, et puisque cette bourse fait partie des places de marché principales en Europe, l'avis de Benoît van den Hove nous paraît plus que pertinent dans le cadre de notre étude. Dans le secteur bancaire, nous avons eu l'opportunité d'interroger un *trader*, un spécialiste en investissement avec une formation historique et un

directeur *Corporate*, ce qui nous semble plutôt complet, d'autant plus que leurs arguments se recourent. Par rapport aux sociétés belges, malgré nos nombreuses tentatives pour les contacter, nous n'avons pu recueillir que trois témoignages. L'explication vient probablement du fait que très peu d'entreprises établies en Belgique sont concernées par le phénomène. Les trois sociétés interrogées représentent malgré tout 60% du total des firmes belges multi-cotées ces 10 dernières années, et leurs motivations sont assez similaires. Nous pensons donc que leurs témoignages sont suffisants pour étayer notre recherche.

3.2.2. *Collecte des données*

Dans la pratique, nos entretiens ont été réalisés individuellement, sur base d'un guide d'entretien que nous décrivons par la suite. Les personnes que nous avons interrogées occupant des fonctions assez hautes au sein de leur organisation, toutes n'ont pas eu le temps de nous accorder une rencontre physique. C'est la raison pour laquelle quatre de nos entrevues ont eu lieu par téléphone, à la demande de nos intervenants : l'entretien n°2 (Benoit van den Hove, Euronext), l'entretien n°3 (Jean-Manuel Fontaine, Mithra), l'entretien n°6 (Patrick Jeanmart, Celyad) et l'entretien n°7 (Michael Maraszek, Galapagos). Le reste des interviews s'est déroulé en face à face dans les locaux de la personne interrogée.

Une analyse qualitative étant basée sur les déclarations et témoignages des individus, nous avons élaboré un guide d'entretien. Puisque nous interrogeons différents types de personnes, nous avons dû adapter celui-ci à chaque catégorie d'intervenant, même si une partie des questions était commune. Ces guides étaient articulés autour de trois thèmes principaux issus de nos hypothèses : les motivations des entreprises, la comparaison des différentes places boursières et les améliorations possibles en Europe (cf. annexe II). Une thématique supplémentaire a également été abordée avec les sociétés : les performances attendues dans le cadre d'une future multi-cotation et les performances observées pour les sociétés actuellement multi-cotées.

Étant donné que les personnes interrogées sont relativement habituées à être interviewées, elles nous ont souvent demandé de leur envoyer nos questions au préalable. Afin de ne pas influencer leurs réponses, nous leur avons fait parvenir le guide d'entretien avec uniquement

les questions générales. Nous leur avons bien précisé que celles-ci ne servaient qu'à guider l'entretien et que tout autre élément qui leur semblait pertinent pouvait aussi être évoqué. De notre côté, afin que tous les sujets souhaités soient effectivement abordés, nous avons formulé des questions de relance assez précises. Elles nous ont permis de réorienter l'entretien lorsque c'était nécessaire. Grâce à ce système semi-directif, nous avons pu recueillir les impressions générales des individus mais aussi leur avis sur des questions plus pointues. Nous avons ainsi pu avoir un véritable échange avec les intervenants en réagissant directement à leurs propos, ce qui a certainement rendu nos entretiens plus riches. Par contre, les entretiens de ce type ne permettent d'analyser qu'une période assez courte dans le temps, la mémoire des individus n'étant pas infinie. Néanmoins, notre cadre étant restreint aux dix dernières années, nous estimons que cela ne pose pas de problème pour notre étude.

Concrètement, toutes nos interviews se sont déroulées plus ou moins de la même manière. Nous commençons par demander l'autorisation d'enregistrer la conversation, puis nous résumons rapidement l'objet de la recherche. Nous laissons ensuite la personne se présenter et commencer à répondre aux questions. Au fur et à mesure, nous rebondissons sur les différents arguments abordés pour obtenir plus de détails ou pour réorienter la discussion. Pour terminer, nous laissons la possibilité à notre intervenant d'ajouter un élément et nous le remercions de nous avoir accordé du temps.

En ce qui concerne la langue dans laquelle les entretiens ont été réalisés, nous avons échangé en français avec presque tous nos interlocuteurs. Seule la discussion avec M. Maraszek a eu lieu en anglais. Puisque nous sommes tous les deux bilingues, nous avons quand même pu communiquer facilement, son témoignage n'a pas été faussé.

3.2.3. Analyse des données

Une fois toutes nos données recueillies, nous avons d'abord cherché à les synthétiser afin de faciliter notre analyse. Pour ce faire, nous avons commencé par retranscrire les entretiens afin de pouvoir en extraire les éléments pertinents plus facilement (cf. annexe IV). Les données récoltées étant qualitatives, il n'était pas possible de les coder ou de les résumer de manière satisfaisante. De plus, en raison de notre méthode semi-directive, la structure de chaque

entretien est relativement unique, ce qui diminue leur comparabilité. Dès lors, la deuxième étape a été de trouver un moyen de les réorganiser pour pouvoir en tirer des conclusions. Nous avons décidé de créer une grille d'analyse (cf. annexe III) reprenant nos hypothèses principales ainsi qu'une catégorie « autres éléments intéressants ». Nous avons complété celle-ci pour chaque entretien, ce qui nous a permis de comparer les réponses de nos interlocuteurs beaucoup plus aisément. Nous avons ainsi pu étudier chaque témoignage séparément, puis enrichir l'analyse avec des comparaisons. En effet, un élément repris par plusieurs intervenants gagne en crédibilité et donne plus d'objectivité à nos conclusions.

CHAPITRE 4 : RÉSULTATS

Cette section vise à présenter les principaux éléments que nous pouvons retirer de nos entretiens. Nous cherchons en particulier à évaluer dans quelle mesure les différents témoignages supportent nos hypothèses ou au contraire les réfutent. Sur base de ces résultats, nous pourrions répondre à notre question de recherche en déterminant dans quelle mesure une multi-cotation aux États-Unis est encore intéressante pour les sociétés belges. Nous serons ensuite capable de formuler des recommandations visant à rendre les marchés européens plus compétitifs.

4.1. Vérification des hypothèses

En vue de répondre à nos hypothèses, nous les confrontons aux différents témoignages que nous avons récoltés en suivant l'ordre dans lequel nous les avons initialement établies.

H₁ : L'accès aux capitaux n'est plus amélioré par une multi-cotation aux États-Unis

En ce qui concerne l'accès aux capitaux autour de 2010, M. Shreiner nous a rappelé que la crise économique de 2008 a amené les banques américaines à arrêter d'investir massivement dans l'économie. Elle a aussi rendu les investisseurs plus prudents, et probablement plus méfiants. Par conséquent, l'offre globale de capitaux aux États-Unis a fortement diminué. Dans cette situation, les entreprises multi-cotées sur un marché américain ont été privées d'un gros avantage alors que les coûts liés à l'opération n'ont pas été réduits. C'est probablement une des raisons pour lesquelles certaines d'entre elles ont décidé de quitter le marché américain lorsque la règle 12h-6 a assoupli les conditions de sortie.

A l'heure actuelle, le premier constat qui ressort de manière indéniable de nos entretiens est qu'il n'est plus nécessaire de se faire coter aux États-Unis pour accéder aux investisseurs américains. En effet, plusieurs de nos intervenants ont mentionné qu'environ 50% des investisseurs actifs en Europe sont américains. Benoît van den Hove nous a même expliqué

que des structures juridiques existent pour accéder aux fonds américains tout en étant coté en Europe. Dès lors, si le seul but est de diversifier la base actionnariale de l'entreprise, le cross-listing ne se justifie probablement plus.

Toutefois, M. Limage pense que tous les investisseurs américains ne placent pas en Europe et les propos de M. Fontaine et de M. Maraszek corroborent cette impression. Lors des grandes conférences biotechs organisées aux États-Unis, plusieurs acteurs proposent à Mithra de revenir vers eux lorsque la société sera cotée sur le NASDAQ. Par contre, Galapagos est souvent très bien accueillie, les investisseurs considèrent la cotation américaine comme un gage de confiance. Dès lors, une multi-cotation agrandirait malgré tout le groupe d'investisseurs auquel l'entreprise a accès. De plus, M. Shreiner nous a confié que la présence de grosses entités comme la Réserve Fédérale des États-Unis ou les institutions et fonds américains attire beaucoup de sociétés. C'est d'ailleurs pour ajouter des investisseurs institutionnels à sa base actionnariale et pour développer plus de projets grâce à de nouveaux fonds que Mithra envisage une cotation aux États-Unis.

D'autre part, M. Etienne estime qu'une multi-cotation aux États-Unis apporte une visibilité que les entreprises ne trouvent nulle part ailleurs. M. van den Hove nous a par exemple confié qu'une cotation sur le NASDAQ augmente énormément la notoriété des sociétés technologiques et scientifiques car le marché américain est mondialement reconnu pour ces secteurs. Selon M. Maraszek, la cotation américaine de Galapagos a effectivement permis à la firme d'obtenir une portée mondiale. Jean-Manuel Fontaine a également mentionné cet argument dans les raisons qui pourraient pousser Mithra à demander une double cotation dans le futur.

A priori, une plus grande notoriété permet logiquement d'attirer plus d'investisseurs, ce qui facilite l'accès aux capitaux. M. Limage nuance légèrement cette généralité : si les investisseurs n'étaient pas intéressés par la société sur son marché d'origine, il est peu probable que le simple fait d'être coté sur la NYSE ou le NASDAQ les fasse changer d'avis. Pour lui, il faut aussi une dimension américaine qui permet de justifier la cotation, et un *news flow* de qualité entre l'Europe et les États-Unis. Dans ce cas, la base actionnariale devrait s'élargir.

Enfin, à partir du moment où une société est plus risquée, elle ne sera généralement pas capable de se financer en Europe. Toutes les personnes que nous avons interrogées s'accordent à dire qu'historiquement, les investisseurs américains ont un appétit plus grand pour le risque que les européens. Les États-Unis sont donc considérés comme le marché mondial du capital à risque, et le témoignage de M. Shreiner nous a permis de comprendre pourquoi.

Il nous a rappelé qu'au début des années 2000 la révolution technologique a provoqué l'euphorie générale autant en Europe qu'aux États-Unis. Lorsque cette bulle a explosé, une récession a été observée dans ce secteur et dans l'économie en général, et de nombreux investisseurs particuliers ont été ruinés. Les américains étant plutôt résilients, leur appétit pour le risque s'est rapidement rétabli et le secteur technologique a continué à se développer sur leur territoire. Dès lors, la taille plus importante des fonds américains explique leurs investissements plus élevés. M. Maraszek a aussi souligné que l'échec n'est pas perçu aussi négativement aux États-Unis qu'en Europe. Les américains sont donc plus enclins à prendre des risques. En revanche, comme M. Shreiner et M. Etienne nous l'ont fait remarquer, les investisseurs européens n'ont toujours pas repris confiance, ce qui explique notre retard dans ce domaine.

Par conséquent, M. van den Hove et M. Limage nous ont expliqué que pour financer les premières phases de leur développement, beaucoup de jeunes sociétés européennes en croissance sont forcées de faire appel à des *venture capitalists* américains, qui les poussent ensuite à se faire coter aux États-Unis. M. Shreiner a malgré tout mentionné l'existence de quelques petites sociétés spécialisées dans le financement des entreprises au profil plus risqué, mais selon lui elles restent une minorité. Une cotation aux États-Unis semble donc être le meilleur moyen pour les firmes risquées de lever des fonds facilement. M. Fontaine et M. Jeanmart nous ont d'ailleurs dit ceci :

« Maintenant ça [un nouveau projet] peut aussi faire l'objet d'une levée de fonds supplémentaires au sein de Mithra en Europe, mais il y a fort à parier qu'on ira chercher plus d'argent aux États-Unis par rapport au marché européen » (Jean-Manuel Fontaine, 11 juin 2019).

« Quand vous voulez 100 millions, on se rend vite compte qu'il y a un effort beaucoup moindre à faire, il faut rencontrer beaucoup moins de parties aux États-Unis pour lever la somme » (Patrick Jeanmart, 25 juin 2019).

Nous voyons ici que les entreprises sont bien conscientes qu'une multi-cotation aux États-Unis leur permet de lever des fonds plus facilement.

En conclusion, les marchés européens étant dominés par des investisseurs américains, la multi-cotation aux États-Unis n'apporte plus autant de gains en termes d'accès aux capitaux. Elle a donc perdu de son intérêt pour la plupart des sociétés. Néanmoins, la qualité de marché de référence du NASDAQ et l'appétit pour le risque des investisseurs américains permet encore aujourd'hui de faciliter l'accès aux capitaux et d'améliorer la notoriété des entreprises technologiques et scientifiques. Par conséquent, nous devons rejeter notre première hypothèse puisqu'elle ne se vérifie pas pour toutes les sociétés.

H₂ : Les coûts supplémentaires engendrés par le durcissement des réglementations de la SEC (en particulier via le Sarbanes Oxley Act) découragent les sociétés qui envisagent une multi-cotation aux États-Unis

En ce qui concerne les coûts supplémentaires amenés par le *Sarbanes-Oxley Act*, presque tous nos intervenants s'accordent à dire qu'ils sont très importants et que cet élément influence certainement la décision d'adopter une cotation supplémentaire aux États-Unis.

En fait, Jean-Michel Etienne nous a confié qu'il considère les réglementations américaines envers les sociétés étrangères trop sévères. Selon lui, il est nécessaire d'être strict avec les entreprises, mais il pense « qu'il ne faudrait pas deux poids deux mesures », les règles devraient s'appliquer à toutes les sociétés peu importe leur nationalité. Il nous a aussi expliqué que d'autres réglementations existaient en plus du SOX (notamment un arrêt de la Cour Suprême de 2010), alourdissant encore les contraintes liées à une cotation américaine. Pour lui, même s'il reconnaît que la protection des actionnaires minoritaires a été améliorée par ces réglementations, « on tombe parfois dans la parano ».

Benoît van den Hove et Olivier Limage ajoutent que pour assurer la communication et le maintien des relations avec les investisseurs, le management d'une société multi-cotée doit régulièrement se rendre aux États-Unis, ce qui représente également un coût. Selon M. van den Hove, si une entreprise se retrouve dans une situation où elle doit réduire ses charges, c'est une des premières dépenses qu'ils vont essayer de supprimer, éventuellement en se retirant de la cotation.

Du côté des sociétés, Jean-Manuel Fontaine nous a signalé que ces contraintes pourraient effectivement dissuader Mithra d'entrer sur le NASDAQ si elles venaient à surpasser les bénéfices. Monsieur Etienne a aussi déclaré que certaines PME du secteur non-technologique (pour lesquelles une cotation sur le NASDAQ ne se justifie pas) doivent renoncer à leurs projets de multi-cotation aux États-Unis parce que leur trésorerie ne leur permet pas d'entrer sur la NYSE. Il trouve qu'il faudrait réduire les coûts pour que toutes les entreprises puissent saisir cette opportunité. Il ajoute que dans l'optique de diminuer leurs dépenses, plusieurs sociétés européennes ont quitté leur cotation américaine et l'ont remplacée par une cotation sur la bourse d'Hong Kong. Notre hypothèse semble donc se vérifier, les dépenses considérables qu'implique une multi-cotation aux États-Unis découragent les entreprises.

Cela dit, nous pensons qu'ici encore il existe une dimension sectorielle. En réalité, alors que dans beaucoup de cas les coûts semblent surpasser les avantages, le NASDAQ offre aux sociétés technologiques des tarifs plus attractifs qui leur permettent d'envisager une multi-cotation malgré leur petite taille. Par exemple, M. Jeanmart nous a parlé du statut de *Emerging Growth Company*, qui permet aux nouvelles sociétés d'être exemptées des contraintes liées au *Sarbanes-Oxley Act* pendant les 5 premières années où elles sont cotées. De plus, les autres sections de ce chapitre nous montrent que certains bénéfices du cross-listing sont plus importants pour le secteur technologique, et pourraient donc compenser les coûts.

Par ailleurs, M. Maraszek estime que le *Sarbanes-Oxley Act* ne devrait pas faire partie des critères de décision. Selon lui, il est possible de l'appliquer de manière pragmatique, en implémentant uniquement ce qui est nécessaire. Ainsi, il déclare que grâce à sa connaissance détaillée des implications du SOX, il a pu limiter les dépenses de Galapagos en effectuant

seulement les changements rendus obligatoires. Il explique qu'il faut en fait réussir à utiliser le SOX pour créer de la valeur.

Dès lors, nous pensons que même si les contraintes financières et réglementaires ont généralement un effet rédhibitoire, pour les sociétés technologiques une analyse coûts-bénéfices soigneusement menée démontrera souvent que la multi-cotation sur le NASDAQ sera profitable. Voilà pourquoi aujourd'hui en Belgique seules les sociétés faisant partie de ce secteur ont recours à la multi-cotation. Nous devons donc rejeter notre hypothèse car elle ne s'avère pas exacte pour toutes les entreprises.

H₃ : La liquidité d'un titre n'est pas augmentée par une multi-cotation aux États-Unis

L'opinion de nos intervenants est plutôt mitigée au sujet de l'impact d'une multi-cotation sur la liquidité d'une entreprise. Pourtant, M. Fontaine nous a confié qu'il s'agit d'un critère auquel les investisseurs accordent beaucoup d'importance. Ils veulent en fait avoir la garantie de pouvoir entrer et sortir facilement de leur placement.

Selon Olivier Limage, la liquidité n'augmente que légèrement et se divise inégalement entre les marchés d'origine et de destination. M. Jeanmart nous a révélé que cela a effectivement été le cas pour Celyad, dont la liquidité est restée principalement sur le marché domestique. En fait, dans la majorité des cas, seule une petite partie des transactions s'effectue sur la place américaine, ce qui entraîne des *spreads* élevés. Les investisseurs se rendent alors compte qu'ils payeraient moins cher en achetant les titres directement sur le marché belge, et donc presque toute la liquidité reflue vers la bourse domestique, ce qui assèche encore la place américaine et ainsi de suite (il s'agit du phénomène de « *flow back* » que d'autres auteurs avaient déjà identifié). Seuls les investisseurs purement nationaux (par choix personnel ou parce que cette condition fait partie des critères du fond qu'ils représentent) vont continuer à acheter les titres aux États-Unis. Selon M. Jeanmart, l'illiquidité du titre sur le NASDAQ les rend quand même plus réticents.

A ce sujet, Benoît van den Hove a partagé avec nous une étude interne réalisée par Euronext Bruxelles en avril 2018 (Figure 2). Pour sept sociétés technologiques cotées à la fois sur Euronext et sur le NASDAQ (4 belges et 3 françaises), l'auteur compare la liquidité 6 mois avant la double cotation à celle 6 mois après. Il calcule en particulier le pourcentage d'augmentation du volume de transactions total.

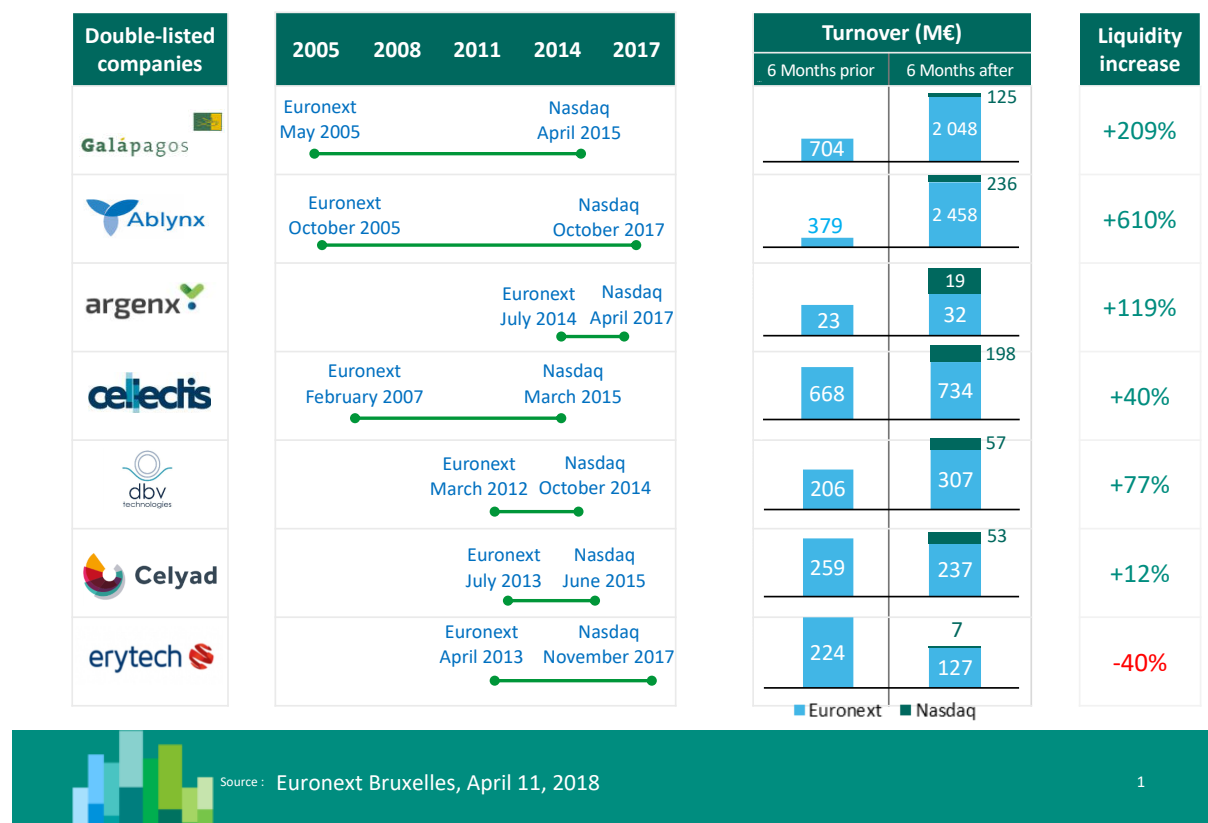


Figure 2 - Augmentation de la liquidité à travers les doubles cotations.

Nous pouvons mettre en évidence deux résultats importants. D'une part, pour toutes les entreprises de l'échantillon, pratiquement l'entièreté du volume de transaction reste sur le marché domestique. D'autre part, nous voyons que la liquidité totale s'est améliorée pour 6 entreprises sur 7, avec une augmentation moyenne de 146%. Par contre, l'ampleur de la variation fluctue entre +209% et -40%, avec un écart-type égal à 202. Ces chiffres nous prouvent que l'impact sur la liquidité est extrêmement variable et difficile à prévoir.

L'avis de M. van den Hove est donc lui aussi nuancé. Il estime que l'augmentation de la liquidité dépendra de la qualité des relations que le management belge va entretenir avec les investisseurs américains. Ainsi, des *roadshows* fréquents et un *newsflow* de qualité assurent

la liquidité du titre étant donné que lorsque certains actionnaires vont vendre, d'autres investisseurs voudront acheter. Il rejoint aussi Marc Shreiner en disant qu'une amélioration de la liquidité s'observera seulement si le cross-listing est cohérent avec la stratégie de la firme.

Jean-Michel Etienne mentionne également le *home bias* dont nous avons parlé dans le premier chapitre de ce travail. Si les investisseurs américains pensent (peut-être à tort) être mieux informés sur les entreprises proches géographiquement, ils n'investiront pas dans les entreprises belges même si elles sont multi-cotées. Dans ce cas de figure, la liquidité resterait majoritairement sur le marché domestique.

En fait, selon M. Limage, le seul moyen d'améliorer la liquidité avec certitude est d'intégrer les indices du marché de destination. Il explique qu'à l'heure actuelle il existe un nombre croissant de fonds d'investissements passifs, qui par définition répliquent les indices en investissant dans tous les titres qui en font partie. La demande pour ces actions est alors augmentée et les autres acteurs doivent se partager un nombre réduit de titres. Dès lors, la liquidité est améliorée, et la valorisation peut être poussée vers le haut.

Cependant, il nous a indiqué que les conditions d'admission des indices sont relativement strictes, avec notamment des critères de liquidité et d'attaches locales qui sont très rarement remplis par les sociétés européennes, même après leur multi-cotation. Il incite donc à la prudence.

Pour finir, M. Shreiner a abordé une dimension tout à fait autre : celle des systèmes multilatéraux de négociation (MTF) dont nous avons parlé précédemment avec la création d'Equiduct. Développées par des banques il y a une dizaine d'années et basées sur le principe de l'*equity lending*¹, ces plateformes ne prennent pas de commission sur les opérations qui passent par elles. Grâce à cette diminution des coûts de *trading*, elles attirent une partie de plus en plus grande des transactions. M. Shreiner pense donc que la liquidité n'augmentera

¹ Une opération d'*equity lending* consiste à céder temporairement une action ou une obligation à un emprunteur. En contrepartie, celui-ci transfère au prêteur d'autres titres ou des espèces et paye des frais d'emprunt. (Banque Centrale Européenne, 2016)

pas vraiment sur les bourses mais plutôt sur les MTFs, qui existent autant en Europe qu'aux États-Unis. L'utilité d'un cross-listing pour accroître la liquidité d'un titre lui semble alors plutôt incertaine.

Dès lors, nous voyons que de nombreux facteurs influencent l'impact d'une multi-cotation sur la liquidité, en particulier la capacité de l'entreprise à entrer dans les indices américains, le *home bias* des investisseurs et la présence de MTFs. Néanmoins, pour les sociétés technologiques, l'étude d'Euronext nous permet quand même de conclure que même si la liquidité reste majoritairement sur le marché domestique et que l'ampleur de l'augmentation est très variable, au total elle est améliorée dans la majorité des cas. Ce constat nous permet de rejeter l'hypothèse 3.

***H₄ : Une multi-cotation aux États-Unis n'apporte pas de gains permanents
en termes de valorisation***

En ce qui concerne l'impact sur la valorisation, Benoît van den Hove (Euronext Bruxelles) le qualifie de « difficile à extraire ». Il explique qu'il est compliqué de déterminer si l'augmentation de valeur est liée à la multi-cotation en elle-même ou simplement aux nouvelles positives qui sont souvent annoncées au moment d'une IPO. En effet, les sociétés choisissent généralement d'entrer sur un nouveau marché lorsque leurs perspectives de croissance et leurs résultats sont encourageants, de manière à soutenir le cours.

C'est d'ailleurs la stratégie que Mithra compte appliquer : Jean-Manuel Fontaine nous a clairement expliqué qu'ils envisageraient une multi-cotation uniquement lorsqu'ils auraient développé un nouveau projet. Celui-ci justifierait une levée de fonds supplémentaire et donnerait confiance aux investisseurs quant à l'avenir de la société. De même, Celyad a pris la décision d'entrer sur le marché américain lorsque la société a racheté une plateforme. M. Shreiner a ajouté que si la cotation américaine est envisagée suite à une opération de fusion ou d'acquisition avec un acteur américain, la valeur de marché va probablement augmenter également.

Ainsi, associer valorisation plus élevée et cross-listing semble légèrement réducteur car des annonces comme un résultat encourageant, des perspectives de croissance futures ou le rachat d'une société pourraient également faire augmenter la valeur même si l'entreprise restait sur son marché domestique.

Notre entretien avec M. Limage nous a malgré tout permis d'identifier quelques éléments qui peuvent influencer la valorisation :

« Les titres les plus liquides ont tendance à être mieux valorisés parce qu'ils sont plus faciles à acheter et vendre, et également pour le futur ça donne une source de capitaux qui est ouverte et relativement facile à accéder [...]

Ca [entrer dans les indices de la bourse d'accueil] crée une demande automatique minimum, ce qui veut dire que le reste de la demande est concentré sur une plus petite partie des actions, donc plus grande tension compétitive et une valorisation potentiellement plus élevée » (Olivier Limage, 13 juin 2019).

Ainsi, l'augmentation de valeur dépendra de la manière dont la liquidité de l'entreprise sera impactée, et de sa capacité à remplir les critères pour entrer dans les indices du marché de destination.

Tous ces éléments rejoignent donc le constat de M. van den Hove : il est difficile de déterminer séparément l'impact d'un cross-listing pour chacun des critères de performance d'une entreprise puisque ceux-ci sont tous liés. M. Limage est quand même persuadé que de manière générale les entreprises sont mieux valorisées aux États-Unis :

« Il y a une certaine préférence naturelle pour les États-Unis, un certain chauvinisme mais surtout aussi parce qu'en effet les sociétés ont tendance à être mieux valorisées aux États-Unis qu'en Europe, ça reste vrai en général » (Olivier Limage, 13 juin 2019).

Lors de son interview, Marc Shreiner nous a offert une explication possible : la présence d'entreprises comparables sur le marché américain. Il prend l'exemple d'Alibaba, qui a vu sa valeur augmenter considérablement lors de son entrée sur le NASDAQ parce qu'elle était comparée à Amazon. Pourtant, si les deux plateformes ont un *business model* similaire, leurs marchés principaux sont très différents : M. Shreiner nous a expliqué qu'en Chine, sur un

milliard de personnes, seulement 300 millions sont assez fortunées pour interagir avec Alibaba. Ainsi, selon lui, même si l'entreprise a quelques perspectives d'expansion en Europe, c'est la possibilité pour les investisseurs de mettre les deux plateformes en parallèle qui a poussé la valorisation d'Alibaba vers le haut, malgré des possibilités de développement limitées sur son marché d'origine.

Ce phénomène se manifeste particulièrement pour les sociétés technologiques car le NASDAQ est la place de référence pour ce secteur, « c'est LA plateforme la plus visible dans le monde » (Marc Shreiner, 2019). M. Maraszek nous a lui aussi indiqué que le marché des biotechs est bien plus développé aux États-Unis. Ainsi, même s'il existe des sociétés technologiques sur Euronext, une cotation sur cette bourse est souvent nécessaire pour être en contact avec des sociétés comparables.

Pour terminer, M. Jeanmart pense également que les sociétés sont généralement mieux valorisées aux États-Unis, mais il estime que cela est dû aux modèles de valorisation américains, qui sont plus variables. Il explique que ceux-ci « rémunèrent plus les bonnes nouvelles, mais à l'inverse vous punissent davantage quand il y en a des mauvaises ». Ainsi, dans les mois qui ont précédé l'IPO, la valeur de Celyad a énormément augmenté en réaction à l'opération. Au contraire, lorsque leurs résultats cliniques n'ont pas atteint leurs attentes, le cours des actions a brusquement diminué. M. Maraszek partage cet avis. Depuis son IPO sur le NASDAQ en 2015, la valeur de Galapagos a été multipliée environ par 4. En revanche, si la société était restée en Europe, il estime que le prix des actions aurait simplement doublé toutes choses étant égales par ailleurs.

En conclusion, sur base de tous nos entretiens, nous constatons que l'impact sur la valorisation est également difficile à prévoir. Il semblerait que si la stratégie de la firme est cohérente et que la multi-cotation aux États-Unis se justifie, l'impact sur la valorisation devrait être positif. De nouveau, c'est encore plus fondé pour les sociétés actives dans le domaine des nouvelles technologies. Par contre, nos entretiens ne nous permettent pas vraiment de déterminer si cet effet sera permanent. Nous pensons que si l'augmentation de valeur est due à un des facteurs que nous avons cités, aucune raison n'amène à penser que l'impact sera temporaire tant que les perspectives futures et les résultats restent encourageants.

H₅ : Il existe d'autres éléments que ceux avancés dans la littérature pour expliquer les nombreux dé-listing observés dans les années 2000

Dans le cadre de notre première hypothèse, nous avons vu que la crise économique qui a eu lieu en 2008 a eu un impact très négatif sur l'offre américaine de capitaux. La littérature existante ne prend pas en compte cet élément, mais il est évident qu'il a certainement encouragé les entreprises à profiter de la règle 12h-6 pour quitter les États-Unis. Notre hypothèse se vérifie donc, il existe d'autres facteurs que ceux que nous avons abordé dans la partie théorique.

Nous avons aussi parlé du développement d'un nombre croissant de MTFs autant en Europe qu'aux États-Unis. Ils n'apportent pas autant de visibilité qu'une bourse comme le NASDAQ, mais ils assurent une liquidité généralement suffisante pour les entreprises qui n'ont pas besoin de publicité supplémentaire. M. Shreiner estime qu'ils offrent une alternative solide aux multi-cotations, avec des coûts bien moins importants voire nuls. Certaines sociétés pourraient donc décider de remplacer leur cross-listing par des MTFs.

En outre, le témoignage d'Olivier Limage nous a permis d'apprendre qu'une multi-cotation pouvait engendrer d'autres inconvénients que les contraintes financières et réglementaires dont nous avons parlé. Nous n'avions pas conscience qu'il existait des risques liés aux possibilités d'arbitrage et à la fongibilité des titres. Il nous a expliqué que les titres cotés sur un marché ne sont pas forcément échangeables avec les titres de la même entreprise qui sont cotés sur un autre marché. Cependant, lorsqu'ils le sont, certains investisseurs les utilisent comme moyen de conversion. Par exemple, lorsque la livre égyptienne n'était plus échangeable dans les autres monnaies, les banques proposaient d'acheter des titres cotés en Égypte et de les échanger contre les titres de la même entreprise sur la bourse de Londres pour pouvoir les vendre et obtenir des livres anglaises. Ces risques supplémentaires ne sont pas mentionnés dans les études mais ils s'ajoutent aux coûts et influencent peut-être aussi la décision des entreprises.

Nous ne pouvons donc pas rejeter l'hypothèse 5.

H₆ : le rôle d'incubateur associé au NASDAQ et l'absence d'équivalent européen rendent une multi-cotation sur cette place de marché nécessaire pour les entreprises technologiques

Nous l'avons déjà mentionné, le NASDAQ est la plateforme de référence pour lever du capital à risque et elle offre des tarifs d'entrée intéressants. Par conséquent, M. Shreiner nous a révélé que même les sociétés chinoises y demandent régulièrement une cotation. L'attractivité de cette place de marché n'est donc plus à démontrer, mais nous souhaitons aller plus loin en déterminant s'il est nécessaire d'y entrer pour les sociétés technologiques européennes.

A propos de l'accès aux capitaux, nous avons vu avec la première hypothèse que les sociétés risquées ne sont généralement pas capables de se financer en Europe, or les entreprises technologiques et scientifiques en font partie. Par conséquent, lorsque ces entités ont besoin de lever une somme importante, une cotation sur le NASDAQ s'avère effectivement nécessaire. Olivier Limage et Jean-Manuel Fontaine nous ont indiqué que dans certains cas il est possible de se financer en Europe, mais M. Fontaine reste convaincu que le NASDAQ est plus accessible et surtout plus réactif. M. Maraszek rejoint cet avis, il estime que l'appétit pour le risque des américains est en adéquation parfaite avec la nature des biotechs.

Avec la quatrième hypothèse, nous avons également constaté que pour être en contact avec des sociétés comparables et ainsi potentiellement améliorer leur valorisation, les sociétés technologiques n'ont souvent pas d'autre choix que de se rendre sur le NASDAQ. Dans son témoignage, M. Fontaine ajoute qu'une cotation aux États-Unis permet de trouver plus facilement des partenariats industriels dans son secteur. C'est d'ailleurs grâce à sa cotation américaine que Galapagos a rencontré son partenaire principal, le laboratoire américain

Gilead Sciences¹. Ce n'est pas surprenant : le NASDAQ étant le marché de référence, la majorité des biotechs s'y font coter. Les nouvelles sociétés veulent donc y entrer pour être en contact avec celles qui y sont déjà et ainsi de suite.

Dès lors, il semblerait qu'à l'heure actuelle une cotation sur le NASDAQ soit effectivement nécessaire pour les sociétés technologiques et/ou scientifiques.

Cependant, M. Limage juge que grâce aux améliorations récentes faites en Europe, certaines sociétés à forte croissance parviennent maintenant à se financer simplement avec une ou plusieurs cotations européennes. M. Shreiner est du même avis. Il estime que dans un premier temps les plateformes européennes spécialisées dans les secteurs technologiques peuvent suffire (il cite par exemple le *First North* dans les pays nordiques ou le *TecDAX* en Allemagne). Nos deux interlocuteurs ont précisé que seules les levées de fond vraiment importantes (i.e. plus de 100 millions d'euros) nécessitaient d'aller chercher des investisseurs supplémentaires aux États-Unis. Benoît van den Hove nous a donné l'exemple d'Adyen, qui s'est développée uniquement en Europe. Désormais, cette société n'a presque plus besoin de lever des fonds via les marchés car elle s'autofinance grâce à ses résultats élevés.

En fait, M. van den Hove et M. Jeanmart estiment que le schéma idéal est de commencer par se développer sur une place de marché domestique avant d'envisager la double cotation américaine. En effet, les jeunes sociétés ne peuvent généralement pas se permettre de payer les nombreux coûts engendrés par l'opération. Selon M. van den Hove, il est plus judicieux d'entrer d'abord sur la bourse domestique pour se développer quelques années de plus. Lorsque cette cotation devient insuffisante, les sociétés peuvent envisager d'entrer sur le NASDAQ. Cette méthode en deux temps permet de diminuer les risques et d'augmenter les chances de succès. M. Jeanmart ajoute que l'entreprise a ainsi plus de temps pour se faire connaître et pour atteindre une capitalisation suffisante afin d'attirer les investisseurs américains.

¹ Les deux entreprises coopèrent sur certains projets depuis 2015. En juillet 2019, elles ont renforcé leur alliance en concluant un accord de collaboration mondiale de recherche et développement pour les 10 prochaines années.

Pour conclure, à l'heure actuelle, les sociétés risquées peuvent se financer en Europe au début de leur existence mais elles ont la plupart du temps besoin d'une cotation sur le NASDAQ dès qu'elle atteignent une taille plus importante. Nous ne pouvons donc pas rejeter notre hypothèse.

H₇: Mettre en place un marché européen aussi dynamique que le NASDAQ permettrait d'éviter les multi-cotations aux États-Unis et donc de garder nos sociétés prometteuses en Europe

M. Etienne, M. Limage et M. Shreiner sont convaincus que si nous parvenions à créer en Europe une place de marché transnationale, offrant assez de visibilité et de capitaux pour soutenir nos jeunes sociétés en croissance, celles-ci n'auraient plus besoin d'aller chercher une multi-cotation américaine.

Dans les faits, sur base de tous nos témoignages, nous nous sommes rendus compte que nous sommes encore très loin d'avoir une plateforme européenne globale aussi dynamique que le NASDAQ. Par conséquent, il est très difficile de déterminer dans quelle mesure les sociétés européennes privilégieraient ce marché s'il existait un jour.

Nous avons déjà identifié plusieurs tentatives pour créer une plateforme de ce type, en particulier l'EASDAQ. Nos intervenants pensent globalement que l'idée était intéressante, mais le *Head of Listing* d'Euronext estime que la plateforme était constituée d'« un peu tout et n'importe quoi » et qu'elle n'était donc pas viable sur le long terme. En plus des défauts techniques, M. Etienne ajoute qu'à cette époque le contexte économique n'était pas favorable. Nous avons en effet vu qu'après le crash technologique, le manque de prise de risque des investisseurs européens a rendu la liquidité sur l'EASDAQ insuffisante. Par contre, le contexte actuel lui semble plus approprié. Il est convaincu qu'il faut absolument saisir l'opportunité de refaire une tentative afin d'éviter d'envoyer nos sociétés prometteuses (et donc la prospérité qu'elles apportent) hors de nos frontières. Selon lui, réinstaurer une sorte d'EASDAQ aujourd'hui permettrait de « libérer le cash, libérer les esprits, libérer l'instinct

investisseur de l'Européen », et même d'offrir aux sociétés non-technologiques un marché plus dynamique.

Toutefois, bien que les conditions soient plus favorables, il existe encore de nombreux obstacles à la création d'une telle plateforme. La difficulté principale réside dans la fragmentation du marché européen. M. van den Hove nous a parlé de la mise en place de la *Capital Market Union*, mais son implémentation n'est pas encore finalisée. En réalité, M. Shreiner estime que trois places boursières dominent l'Europe : Euronext, la Deutsche Börse et la LSE. Les MTFs plus globaux dont il nous a parlé opèrent plus dans l'ombre, c'est pourquoi il qualifie le marché européen de « marbré ». Dans ce contexte, un réseau de marchés nationaux comme l'Euro NM semble plus facile à mettre en place mais selon M. Etienne et M. Shreiner, tant que nous resterons au niveau national, chaque pays va continuer à protéger ses propres intérêts. Ils estiment que nous avons de belles sociétés en Europe, très prometteuses, mais qu'aucun État n'est assez fort pour les soutenir seul. Pour cette raison, il faut absolument une entité mondiale.

La seconde barrière majeure ralentissant la création d'une plateforme pan-européenne concerne les réglementations imposées par les institutions au sujet de la concurrence. M. van den Hove nous a expliqué qu'il faudrait les contourner pour pouvoir étendre Euronext, mais la tâche n'est pas aisée. Nous avons d'ailleurs vu qu'elles ont déjà empêché la fusion avec la Deutsche Börse. Sur le long terme, le Brexit va peut-être amener de nouvelles possibilités comme une fusion entre Euronext et la LSE mais dans un futur proche les règles européennes empêchent la consolidation des places de marché principales.

Enfin, le troisième frein est bien sûr la réticence des européens à prendre des risques en investissant sur les marchés. Nos intervenants actifs dans le secteur bancaire témoignent qu'aujourd'hui encore leurs clients sont extrêmement prudents. M. Etienne qualifie même la situation de « catastrophe ». Lorsque les conseillers proposent de placer de l'argent dans des titres, leurs interlocuteurs réagissent négativement et se mettent sur la défensive. Pourtant, si nous voulons qu'une nouvelle plateforme européenne voie le jour, il faut impérativement des individus prêts à investir pour y garantir la liquidité. Dès lors, cette méfiance excessive est problématique.

Nos intervenants nous ont malgré tout proposé plusieurs pistes d'action, qui permettraient de se rapprocher petit à petit d'un nouvel EASDAQ.

Le plus urgent est probablement de re-familiariser les individus avec l'investissement. Ils ne réalisent pas que les entreprises pour lesquelles ils travaillent sont souvent cotées et qu'ils pourraient permettre à celles-ci de prospérer chez nous en y plaçant leur argent. Une partie du rôle de M. Etienne est par conséquent de sensibiliser les clients à l'importance d'apporter des capitaux à nos entreprises. Ses présentations visent essentiellement à leur faire comprendre qu'en investissant intelligemment, il est très probable que leur rendement sera plus élevé qu'en laissant leur argent sur un compte épargne. Si les banques arrivaient à persuader leur clients qu'il est possible d'obtenir un retour sur investissement positif tout en limitant les risques, nous pourrions plus facilement rivaliser avec les États-Unis.

Ensuite, M. Limage et M. Etienne estiment qu'il faut également sensibiliser les pouvoirs publics. Selon le responsable Invest, les pouvoirs politiques réagissent plutôt qu'ils n'agissent, alors qu'ils sont sensés anticiper pour assurer la continuité. M. Maraszek confirme que des mesures devraient être prises pour encourager les européens à investir. Ainsi, M. Limage pense que la mise en place d'incitants financiers permettrait de leur redonner un certain goût pour le risque. Il dit en fait ceci :

« Le jour où on a développé une certaine familiarité avec ce genre d'investissement il n'y aura plus besoin d'avantages fiscaux ou autres [...], ils vont se rendre compte que d'un point de vue de diversification, d'un point de vue de rendement ça en vaut la peine et donc ils le feront, mais aujourd'hui ça n'en est pas là » (Olivier Limage, 13 juin 2019).

M. Etienne quant à lui juge que les entreprises technologiques et scientifiques devraient faire valoir (par exemple via des lobbys) que les bourses généralistes qui existent en Europe ne sont pas adaptées à leur secteur. Dès que les gouvernements prendront conscience que l'Europe doit redevenir compétitive dans un environnement de nouvelle révolution technologique, ils favoriseront peut-être l'implémentation d'un nouvel EASDAQ.

Une fois que ce marché sera mis en place et que les individus seront prêts à investir, M. Shreiner souligne à juste titre qu'il faut que ces personnes aient des fonds à placer. A ce sujet,

M. Jeanmart vante le système capitaliste américain, où tous les citoyens financent leur propre retraite. Ils investissent dans des fonds de pension chargés de placer l'argent dans des titres. Les fonds ont ainsi un capital très élevé, ce qui leur permet d'injecter des sommes considérables dans l'économie. En Europe, chaque citoyen actif cotise pour financer les retraites des pensionnés donc peu de personnes ont un surplus à placer dans une pension complémentaire. L'ex-CFO de Celyad suggère de changer notre système. Il prône le développement d'une nouvelle dynamique dans laquelle chaque citoyen investit l'argent de sa propre pension dans l'économie pour le faire fructifier. Bien sûr, nous sommes bien conscients qu'un changement de cette ampleur n'est pas envisageable sur le court terme, mais il pourrait être une partie de la solution. Il permettrait en plus de résoudre le problème du vieillissement de la population qui menace notre mode de fonctionnement actuel.

En conclusion, il est évident que l'implémentation d'une plateforme européenne aussi dynamique que le NASDAQ est difficile à mettre en œuvre. Nos recherches ne nous permettent donc pas de répondre à l'hypothèse car il est impossible de déterminer dans quelle mesure un marché qui n'existe pas encore sera attractif. Néanmoins, nos entretiens nous ont permis d'identifier un certain nombre de pistes d'action pour aller dans ce sens.

4.2. Constats finaux et réponse à la question de recherche

4.2.1. L'influence du secteur

Au cours de notre recherche théorique, nous avons découvert que le secteur dans lequel une firme était active influençait le choix d'une place boursière. Notre étude nous a montré que c'est justement cette dimension sectorielle qui permet d'expliquer le regain d'intérêt pour la multi-cotation observé chez certaines sociétés en Belgique.

Sur base des hypothèses 1 à 4, nous avons pu constater que les arguments avancés dans les années 2000 pour expliquer les retraits de la cote américaine ne se vérifient plus aujourd'hui pour toutes les sociétés. En fait, la multi-cotation aux États-Unis est encore extrêmement bénéfique pour les sociétés technologiques et scientifiques. En effet, malgré les développements récents, la prudence des européens empêche encore les sociétés risquées

d'obtenir suffisamment de capitaux. Dès lors, nous avons vu avec l'hypothèse 6 qu'une double cotation sur le NASDAQ devenait presque inévitable pour lever du capital à risque. Au niveau de la liquidité, l'étude fournie par M. van den Hove nous permet de conclure qu'elle est généralement améliorée lorsqu'une entreprise technologique demande une deuxième cotation sur le NASDAQ. La présence d'entreprises comparables et la qualité de marché de référence du NASDAQ poussent aussi la valorisation des entreprises technologiques vers le haut. Enfin, en plus de ces bénéfices accrus, les jeunes entreprises bénéficient de tarifs plus avantageux.

Par contre, pour les entreprises actives dans d'autres secteurs, l'intérêt d'une multi-cotation aux États-Unis a diminué suite à l'augmentation des coûts, à la disparition de certains avantages et au développement des places de marché européennes. Notre intuition de départ semble donc se confirmer : la NYSE a perdu en compétitivité, raison pour laquelle elle a d'ailleurs mis en place de nouvelles politiques visant à attirer les jeunes entreprises en développement.

Dès lors, nous pouvons répondre à notre question de recherche : la majorité des entreprises technologiques belges sont multi-cotées sur le NASDAQ ou envisagent de l'être pour deux raisons principales. D'une part, leur profil particulier fait qu'elles ne sont pas encore suffisamment soutenues en Europe. D'autre part, les bénéfices qu'elles retirent d'une double cotation sont plus prononcés que dans les autres secteurs.

Ce constat nous permet de formuler une recommandation à l'intention des entreprises qui envisagent de demander une cotation supplémentaire aux États-Unis. Avant de prendre leur décision, il est fondamental qu'elles déterminent le montant dont elles ont besoin et dans quels délais. En fonction du secteur dans lequel elles sont actives, il sera parfois possible de lever ces fonds directement sur les places de marché européennes. Dans le cas contraire, une cotation américaine peut effectivement avoir du sens mais il est primordial de mener une analyse coûts/bénéfices détaillée et d'implémenter le SOX de manière pragmatique.

4.2.2. L'influence de la conjoncture économique

Dans un second temps, comme Sarkissian and Schill l'ont démontré en 2016, il est intéressant de noter que les cross-listings semblent évoluer avec les conditions économiques. En effet, en fonction du contexte, l'intérêt des entreprises pour ce mécanisme va évoluer et les marchés de destination ne seront pas les mêmes. Ainsi, M. Shreiner nous a appris que les marchés japonais avaient rencontré un grand succès dans les années 80 avant d'être remplacés par les États-Unis dans les années 90. Les entreprises sont finalement revenues à leur cotation domestique dans les années 2000. Maintenant que le contexte s'est amélioré, les sociétés technologiques ont à nouveau recours au double listing pour financer leur développement.

Par conséquent, nous voyons que comme beaucoup d'autres phénomènes économiques, l'intérêt pour la multi-cotation évolue de manière cyclique, le contexte législatif et la compétitivité d'une place de marché particulière n'en sont pas les seuls déterminants. Dès lors, puisque les conjonctures économiques peuvent varier très rapidement, il n'est pas toujours aisé d'évaluer dans quelle mesure un cross-listing sera bénéfique pour une entreprise, ni d'identifier la prochaine vague de double cotations.

4.2.3. La compétitivité des bourses européennes

Le dernier constat important qui découle de nos différents entretiens concerne la compétitivité des marchés européens. Ainsi, notre étude a confirmé que l'Europe faisait actuellement face à un défi crucial : celui de retenir ses sociétés prometteuses. Pour celles-ci, les bénéfices liés à une cotation sur le NASDAQ sont tellement importants que M. Jeanmart et M. Limage nous ont indiqué qu'un nombre croissant d'entreprises envisagent de demander une cotation directement aux États-Unis, sans passer par la place de marché domestique. De plus, les sociétés multi-cotées comme Celyad cherchent à simplifier leur gestion en ne gardant qu'une seule cotation, probablement celle aux États-Unis.

Cette situation peut avoir des conséquences très néfastes : lorsque des sociétés vont chercher une cotation hors de nos frontières, elles emportent avec elles une prospérité dont l'Europe aurait bien besoin à l'heure actuelle. Comme M. Etienne et M. Shreiner l'ont mentionné, nous avons d'excellents systèmes éducatifs qui nous permettent d'avoir une population très

érudite et un flux d'idées incomparable. Le problème est que rien n'est véritablement mis en place pour les soutenir, ce qui pousse nos entrepreneurs à aller se développer ailleurs. M. Etienne estime qu'une « nouvelle révolution technologique » est en marche et qu'il est urgent que l'Europe saisisse cette opportunité pour se développer et gagner en puissance au niveau mondial.

Dans ce but, nos intervenants nous ont proposé plusieurs pistes d'action qui pourraient rendre nos marchés plus attractifs. Toutes sont très pertinentes, mais certaines d'entre elles nous semblent irréalisables dans un futur proche.

C'est par exemple le cas de la proposition concernant l'organisation de nos pensions. Certes, le passage à un système capitaliste réinjecterait des fonds dans l'économie et augmenterait les possibilités de financement en Europe. Néanmoins, un changement de cette ampleur est difficilement envisageable sur le court-terme, il faudrait probablement des années pour réformer notre système aussi profondément. Dans ce cas, envisager un partenariat avec le NASDAQ ou avec une autre bourse étrangère serait peut-être plus judicieux.

Par contre, sensibiliser les européens à l'importance de l'investissement est une mesure beaucoup plus facile à appliquer. Les banques peuvent notamment continuer à démystifier cette alternative aux comptes épargne en présentant à leurs clients les rendements dont ils pourraient bénéficier en investissant avec des risques limités. A plus long-terme, nous pourrions également examiner la possibilité d'utiliser notre excellent système scolaire pour éduquer les individus et ainsi les rendre plus familiers avec les placements.

Dans le même ordre d'idée, mettre en place des lobbys afin d'attirer l'attention des pouvoirs publics sur cette problématique est aussi envisageable sur le court-terme. Si les entreprises technologiques arrivaient à faire valoir leurs intérêts au niveau européen, les autorités prendraient peut-être des mesures comme des incitants fiscaux afin de favoriser l'investissement en Europe.

Pour terminer, sur base des différents témoignages, nous avons personnellement identifié deux autres mesures qui pourraient être prises dans le but de dynamiser les marchés européens et de les rendre plus attractifs pour les sociétés plus risquées.

D'une part, pour arriver à consolider petit à petit nos bourses nationales, nous avons bien compris qu'il est crucial d'assouplir les règles de concurrence européennes.

D'autre part, en attendant d'avoir une plateforme globale dédiée aux entreprises technologiques et scientifiques, nous pensons qu'il serait utile de rendre plus visibles les marchés nationaux spécialisés dans ces secteurs. Nous pensons par exemple au *TecDAX* et au *First North*, M. Shreiner nous ayant indiqué qu'ils ne rendent pas les entreprises qui y sont cotées plus visibles dans les autres États européens. Le *trader* juge donc qu'une cotation américaine reste nécessaire une fois que ces sociétés commencent à grandir. Si nous pouvions améliorer la notoriété de ces marchés spécialisés, peut-être que certaines entreprises n'auraient plus besoin de se rendre aux États-Unis.

Bien sûr, nous sommes parfaitement conscients qu'il ne sera pas possible de mettre l'ensemble de ces mesures en œuvre. Cependant, nous espérons amener un éclairage nouveau sur les différents leviers dont dispose l'Europe pour rendre ses places de marché plus compétitives par rapport aux autres bourses mondiales.

CHAPITRE 5 : ÉLÉMENTS DE DISCUSSION

Dans cette dernière partie, nous cherchons à porter un jugement critique sur la fiabilité de nos résultats. Pour ce faire, nous commencerons par exposer les forces de notre recherche et les apports que celle-ci ajoute aux études existantes, puis nous présenterons les limites que comporte notre travail. Ensuite, nous énumérerons les questions que nous estimons avoir laissées en suspens afin qu'elles puissent éventuellement faire l'objet d'une étude complémentaire.

5.1. Forces de la recherche

Combinée aux analyses réalisées antérieurement par d'autres chercheurs, la présente recherche nous a permis de répondre à la plupart de nos questionnements initiaux. Nous pensons que nos résultats sont robustes et dignes de confiance pour deux raisons principales.

D'abord, notre approche basée sur différentes parties prenantes nous a donné une vue omnisciente. Elle nous a permis de mieux comprendre les enjeux liés à une multi-cotation aux États-Unis ainsi que l'impact que cette opération peut avoir sur les entreprises.

Deuxièmement, les personnes que nous avons interrogées sont des professionnels hautement qualifiés. Ils sont directement en contact avec le phénomène de manière régulière, ce qui leur permet d'en avoir une connaissance à la fois détaillée et réaliste.

Concernant notre apport à la littérature existante, nous avons actualisé les différentes études réalisées ces vingt dernières années au sujet des avantages et inconvénients d'une multi-cotation aux États-Unis. Ce travail nous a permis d'identifier une dimension sectorielle qui n'avait que très peu été étudiée, et d'expliquer les nouvelles demandes de double listings qui ont eu lieu ces dernières années. De plus, puisque nous avons constaté un certain retard de l'Europe dans la nouvelle révolution technologique, nous proposons quelques pistes de réflexion issues de notre recherche qui pourraient éventuellement permettre de rendre les marchés européens plus compétitifs.

5.2. Limites de la recherche

Malgré les forces que nous venons d'évoquer, notre recherche comporte malgré tout quelques limites.

Pour commencer, la taille de notre échantillon est assez restreinte, ce qui nous a empêchés d'arriver à une saturation théorique complète. En fait, très peu d'entreprises belges sont multi-cotées aux États-Unis, et beaucoup d'entre elles ne sont pas désireuses de répondre à ce type d'enquête. Néanmoins, comme nous l'avons mentionné dans la section détaillant notre méthodologie, nous pensons que notre échantillon est suffisamment représentatif pour ne pas trop biaiser notre recherche. Nous avons en effet remarqué que certains de nos témoignages se rejoignent sur plusieurs éléments.

Ensuite, le marché belge est lui aussi assez réduit. De ce fait, il n'est pas toujours pertinent d'analyser un phénomène global uniquement au sein de nos frontières. La majorité de nos témoignages s'appliquant principalement à la Belgique, notre approche pourrait sembler légèrement réductrice. Toutefois, la BIL étant une banque luxembourgeoise et Euronext une entité multinationale, les éléments apportés par Benoît van den Hove et Marc Shreiner permettent malgré tout d'élargir notre réflexion.

Enfin, il existe une dernière limite liée à l'utilisation d'une méthode qualitative : la subjectivité des témoignages. Nous avons recueilli les avis personnels de six personnes mais nous ne pouvons pas généraliser leurs opinions à l'ensemble des parties concernées. Bien sûr, leurs propos sont généralement basés sur des observations sur le terrain qui les rendent crédibles mais il est important de garder cet élément à l'esprit pour interpréter correctement nos résultats.

5.3. Pistes de réflexion et perspectives d'avenir

Au vu des limites que nous avons identifiées, il pourrait être judicieux de réaliser une nouvelle étude en étendant le cadre de la recherche, par exemple au niveau européen. Celle-ci permettrait d'atteindre une vision plus globale et d'obtenir l'avis de plus de sociétés multi-

cotées et de davantage d'acteurs impliqués dans ces opérations (éventuellement des investisseurs).

De plus, sur base de nos résultats, de nouveaux questionnements se sont imposés à nous. Ceux-ci pourraient faire l'objet d'une nouvelle recherche dans le futur.

En premier lieu, nous avons identifié un certain nombre de pistes d'action pour rendre les places de marché européennes plus compétitives, sans réellement évaluer leur faisabilité. A cet égard, il serait utile de les étalonner afin de distinguer celles qui semblent relativement simples à instaurer (par exemple la sensibilisation des investisseurs et des pouvoirs publics) de celles dont la mise en œuvre demanderait du temps et impliquerait de nombreux coûts. Il serait nécessaire de s'assurer qu'elles en valent la peine et que les efforts à consentir n'excéderaient pas l'avantage espéré.

Deuxièmement, nous avons vu que la multi-cotation aux États-Unis a perdu de son intérêt pour les sociétés européennes en partie parce que les différences structurelles et législatives se sont atténuées, tout comme les barrières à l'investissement international. En revanche, il existe toujours d'importantes disparités entre les pays émergents et les États-Unis. Nous nous demandons donc dans quelle mesure une multi-cotation américaine pourrait toujours être un atout pour ces États en développement. Cette question a déjà été posée par d'autres auteurs dans les années 2000 : Lins (2005) a ainsi démontré qu'à cette époque les pays émergents bénéficiaient encore de certains avantages qui avaient déjà disparu pour les pays européens. Une étude McKinsey de 2008 identifie par exemple des gains en termes de liquidité et d'accès aux capitaux. Il serait intéressant d'actualiser ces recherches afin de déterminer si les conclusions du présent travail s'appliquent également aux pays émergents.

Pour finir, nous avons volontairement concentré notre recherche sur les multi-cotations transatlantiques mais l'autre dimension importante du phénomène concerne les cross-listings intra-européens. Plusieurs de nos interlocuteurs estiment que ceux-ci ont complètement perdu leur utilité, les investisseurs de tous les États membres étant de toute façon contactés dans le cadre de n'importe quelle IPO. Pourtant, nous avons observé que plusieurs sociétés ont fait le choix de rester uniquement sur les marchés européens (notamment Adyen) ou de

combiner une cotation aux États-Unis avec plusieurs listings en Europe (par exemple Celyad). Dès lors, il nous semblerait intéressant de mener une étude plus approfondie sur les multi-cotations intra-européennes. De plus, d'autres marchés sont en train de se développer, par exemple le marché asiatique. Une étude des multi-cotations entre l'Europe et les pôles autres que les États-Unis permettrait aussi d'approfondir notre connaissance du mécanisme du cross-listing.

CONCLUSION

Au travers de cette recherche, nous souhaitons comprendre pourquoi certaines sociétés belges avaient récemment pris la décision de demander une double cotation sur le NASDAQ alors qu'un mouvement de retour vers l'Europe avait été identifié dans les années 2000. Nous voulions ainsi pouvoir proposer des mesures à prendre pour améliorer les places de marché européennes afin d'encourager nos entreprises à rester sur notre territoire.

Pour remplir cet objectif, nous avons commencé par analyser de manière détaillée la littérature existant déjà sur le sujet des multi-cotations aux États-Unis. Notre but était principalement d'étudier l'évolution du phénomène et d'identifier les éléments déclencheurs de la vague de retour observée autour de 2007. Il s'avère que ce sont les changements économiques et réglementaires qui ont eu lieu à cette époque qui ont motivé les sociétés à renoncer à leur cotation américaine. En effet, ces modifications ont à la fois augmenté les coûts et fait disparaître certains bénéfices auparavant liés au cross-listing. Néanmoins, le contexte ayant à nouveau profondément évolué depuis, nous voulions actualiser ces arguments pour déterminer dans quelle mesure ils s'appliquaient encore aujourd'hui. Nous les avons donc confrontés aux témoignages de différents professionnels qui ont une vision actuelle et réaliste du mécanisme.

Sur base de nos entretiens, nous avons constaté que grâce à leurs développements récents, les bourses européennes classiques peuvent désormais suffire pour financer la plupart des entreprises. En général, seules les levées de fonds très élevées ou dans un délai très court nécessitent encore d'aller sur un marché américain. Par contre, en raison de leur profil particulier, les entreprises technologiques ne sont pas encore suffisamment soutenues en Europe. Pour ces sociétés, le seul moyen de financer leur développement est généralement de recourir à une multi-cotation sur le NASDAQ. Il existe donc une dimension sectorielle qui pousse nos sociétés prometteuses hors de nos frontières.

En vue de remédier à cette situation, nous avons identifié trois mesures qui pourraient être mises en place dans un futur relativement proche afin d'améliorer la capacité de financement de l'Europe. Pour commencer, il est nécessaire de re-familiariser les européens avec

l'investissement. Si les individus prennent conscience qu'il est possible d'obtenir un rendement positif tout en prenant des risques limités, ils seront plus enclins à investir dans les entreprises européennes. Deuxièmement, les pouvoirs publics doivent également être sensibilisés afin qu'ils favorisent la création d'une place de marché aussi dynamique que le NASDAQ en Europe. Enfin, rendre les plateformes européennes existantes plus visibles permettrait d'augmenter la notoriété de nos sociétés prometteuses, ce qui les aiderait à se financer sur le marché domestique.

Un de nos interlocuteurs nous a aussi proposé une transformation plus structurelle qui pourrait permettre à l'Europe de redevenir compétitive. Elle concerne le passage d'un système de pension par répartition à un modèle capitaliste semblable au modèle américain. Il est évident que cette mesure n'est pas envisageable dans un futur proche mais puisqu'elle semble pertinente, une étude plus approfondie pourrait être réalisée pour déterminer dans quelle mesure elle peut raisonnablement être mise en œuvre.

Par ailleurs, notre recherche étant limitée aux multi-cotations entre l'Europe et les États-Unis, nous pensons qu'il serait intéressant d'approfondir notre connaissance du cross-listing en analysant les intérêts de l'opération pour les pays émergents ainsi que les bénéfices retirés d'une multi-cotation intra-européenne.

En conclusion, nous avons démontré que la pertinence d'une multi-cotation dépend d'un grand nombre de facteurs et qu'elle suit une évolution cyclique. A l'heure actuelle, il semblerait qu'elle ne soit vraiment intéressante que pour les sociétés technologiques et scientifiques. Cependant, en fonction du contexte, elle peut apporter de nombreux bénéfices aux entreprises (c'était le cas dans les années 90) ou représenter une charge financière très importante (comme dans les années 2000). Pour cette raison, une analyse coûts/bénéfices détaillée est toujours nécessaire pour vérifier au cas par cas que les bénéfices attendus sont plus importants que les coûts.

BIBLIOGRAPHIE

- Abdallaha, A. A.-N., Ioannidis, C. (2010). Why do firms cross-list? International evidence from the US market. *The quarterly review of Economics and Finance*, 5(2), 202-213.
DOI: 10.1016/j.qref.2009.09.009
- Bancel, F. (2007). La cotation des titres des entreprises européennes aux États-Unis : une approche critique. *Revue d'économie financière*, 89, 143-162.
DOI: 10.3406/ecofi.2007.4294
- Bancel, F., Kalimpalli, M., Mittoo, U. R. (2009). Cross-listing and the long-term performance of ADRs: Revisiting European evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 19(5), 895-923.
DOI: 10.1016/j.intfin.2009.07.004
- Banque Centrale Européenne. (2016). *Qu'est-ce qu'une opération de prêt de titres ?* En ligne: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/securitieslending.fr.html>. Consulté le 03/08/2019.
- Bianconi, M., Chen, R., Yoshino, J. (2013). Firm value, the Sarbanes-Oxley Act and cross-listing in the U.S., Germany and Hong Kong destinations. *North American Journal of Economics and Finance*, 24, 25-44.
DOI: 10.1016/j.najef.2012.07.002
- Business France. *Business France - About Business France*. En ligne: <https://www.businessfrance.fr/en/home>. Consulté le 20 avril 2019.
- Chan, K., Covrig, V., Ng, L. (2005). What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual funds equity allocations worldwide. *Journal of Finance*, 60(3), 1495-1534.
DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.768_1.x
- Coffee, J. (2002). Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. *Columbia law review*, 102(7), 1757-1831.
DOI: 10.2307/1123661
- Cuny, D., Mabile, P. (2017). *"Le Nasdaq européen existe, c'est Euronext"* Stéphane Boujnah. En ligne: <https://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/le-nasdaq-europeen-existe-c-est-euronext-stephane-boujnah-679662.html>. Consulté le 18 mai 2019.

- Décret n°2001-1091 du 21 novembre 2001 relatif à l'organisation et au fonctionnement de l'Agence française pour les investissements internationaux. *Journal Officiel de la République Française du 22 novembre 2001*, 271, 18562. En ligne: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000771138&categorieLien=cid>
- Del Bosco, B., Misani, N. (2016). The effect of cross-listing on the environmental, social and governance performance of firms. *Journal of World Business*, 51(6), 977/990.
DOI: 10.1016/j.jwb.2016.08.002
- Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. *Journal Officiel de l'UE du 15 décembre 2004*, 38-57. En ligne: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX%3A32004L0109>
- Dodd, O., Frijns, B. (2013). The Cross-listing Decision and the Home Bias in International Equity Investment (Mémoire). Auckland University of Technology, Nouvelle-Zélande.
En ligne: <https://www.semanticscholar.org/paper/The-cross-listing-decision-and-the-home-bias-in-Dodd-Frijns/c15949aaad1d95690c81e88173cc5616949eeb3b>
- Doidge, C. (2004). US cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms. *Journal of Financial Economics*, 72, 519-553.
DOI: 10.1016/S0304-405X(03)00208-3
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2004). Why are foreign firms listed in the US worth more? *Journal of financial economics*, 71(2), 205-238.
DOI: 10.1016/S0304-405X(03)00183-1
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2005). The valuation premium for non-U.S. firms listed in U.S. stock markets (Document de travail, non-publié).
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86, 1-39.
DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.09.002
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2009). Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets? *Journal of Finance*, 65(4), 1507-1553.
DOI: 10.1111/j.1540-6261.2010.01577.x
- Foerster, S. R., Karolyi, G. A. (1998). Multimarket trading and liquidity: a transaction data analysis of Canada-US inter-listings. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 8(3-4), 393-412.
DOI: 10.1016/S1042-4431(98)00049-3

- Foerster, S. R., Karolyi, G. A. (1999). The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the United States. *The Journal of Finance*, 54(3), 981-1013.
DOI: 10.1111/0022-1082.00134
- Foucault, T. (2006). Liquidité, coût du capital et organisation de la négociation des valeurs mobilières. *Revue d'économie financière*, 82, 123-138. En ligne: <https://ideas.repec.org/p/hal/journal/hal-00711381.html>
- François, C. (2019a). *Interview de M. Marc Shreiner - BIL*. Luxembourg : Banque Internationale à Luxembourg (BIL).
- François, C. (2019b). *Interview téléphonique de M. Benoît van den Hove - Euronext Bruxelles*. Belgique.
- François, C. (2019c). *Interview de M. Jean-Michel Etienne - BNP Paribas Fortis*. Belgique : Agence BNP de Louvain-La-Neuve.
- François, C. (2019d). *Interview de M. Olivier Limage - BNP Paribas Fortis*. Belgique: Siège de BNP à Montagne du Parc, Bruxelles.
- François, C. (2019e). *Interview téléphonique de M. Jean-Manuel Fontaine - Mithra*. Belgique.
- François, C. (2019f). *Interview téléphonique de M. Patrick Jeanmart - Celyad*. Belgique.
- Ghadhabh, I., Hellara, S. (2016). Cross-listing and value creation. *Journal of Multinational Financial Management*, 37(38), 1-11.
DOI: 10.1016/j.mulfin.2016.08.001
- Gray, S. J., Linthicum, C. L., Street, D. L. (2009). Have 'European' and US GAAP measures of income and equity converged under IFRS? Evidence from European companies listed in the US. *Accounting and Business Research*, 39(5), 431-447.
DOI: 10.1080/00014788.2009.9663377
- Hamet, J. (2013). La multicotation des entreprises européennes: Théories concurrentes et réalités. *Revue française de gestion*, 235(6), 53-68.
DOI: 10.3166/RFG.235.53-68
- Hatem, F. (2004). *Investissement International et Politiques d'Attractivité*. Paris: Economica.
- Henry, E., Lin, S., Yang, Y. (2009). The European-U.S. "GAAP Gap": IFRS to U.S. GAAP Form 20-F Reconciliations. *Accounting Horizons*, 23(2), 121-150.
DOI: 10.2308/acch.2009.23.2.121

- Huang, R. D., Hans, S. (1996). Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on NASDAQ and the NYSE. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 313-357.
DOI: 10.1016/0304-405X(95)00867-E
- Karmel, S., Bryon, J. (2003). *A Comparison of Small and Medium Sized Enterprises in Europe and in the USA*. Abingdon-on-Thames, Royaume-Uni: Routledge.
- Karolyi, G. A. (1998). Why do companies list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications. *Financial markets, institutions and instruments*, 7(1), 1-60.
DOI: 10.1111/1468-0416.00018
- Karolyi, G. A. (2006). The world of cross-listings and cross-listings of the world : challenging conventional wisdom. *Review of finance*, 10(1), 99-152.
DOI: 10.1007/s10679-006-6980-8
- Lang, M., Lins, K. V., Miller, D. (2003). ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross-Listing in the US improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? *Journal of Accounting Research*, 4(2), 317-345.
DOI: 10.1111/1475-679X.00106
- Levasseur, S. (2002). Investissements directs à l'étranger et stratégies des entreprises multinationales. *Revue de l'OFCE*, 83(5), 103-152.
DOI: 10.3917/reof.074.0103
- Licht, A. N. (2003). Cross-listing and corporate governance: bonding or avoiding? *Corporate Ownership and Control*, 1, 36-48.
DOI: 10.2139/ssrn.382660
- Lins, K. V., Strickland, D., Zenner, M. (2005). Do non-US firms issue equity on US stock exchanges to relax capital constraints? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1), 109-133.
DOI: 10.1017/S0022109000001769
- Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques. *Journal Officiel de la République Française du 16 mai 2001*, 113, 7776. En ligne: <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000223114>
- Makni Zouari, S. (2010). Multicotation, protection des actionnaires minoritaires et valorisation des entreprises (Thèse). Université de Reims Champagne-Ardenne.
En ligne: http://ebureau.univ-reims.fr/slide/files/quotas/SCD/theses/droit_lettres/2010REIME002.pdf
- Makni Zouari, S., Nekhili, M. (2011). La cotation à l'étranger: quel intérêt pour les actionnaires minoritaires ? *Recherches en Sciences de Gestion*, 87(6), 95-113.
DOI: 10.3917/resg.087.0093.

- McKinsey. (2008). *Why cross-listing shares doesn't create value*. En ligne: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/why-cross-listing-shares-doesnt-create-value>. Consulté le 24/05/2019.
- Miller, D. P. (1999). The market reaction to international cross-listings: evidence from Depositary Receipts. *Journal of Financial Economics*, 51, 103-123.
DOI: 10.1016/S0304-405X(98)00045-2
- Miloud, T. (2003). Les introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur: étude comparative entre l'Euro.NM et le NASDAQ (Thèse). Université Catholique de Louvain (Louvain-La-Neuve). En ligne: <https://dial.uclouvain.be/pr/boreal/object/boreal:4832>
- NASDAQ Listing Center. (2019). *Initial Listing Guide*. En ligne: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>. Consulté le 21 mars 2019.
- NYSE. (2019a). *Company Resources - Fees*. En ligne: <https://www.nyse.com/listings/resources>. Consulté le 21 mars 2019.
- NYSE. (2019b). *Total Market Cap*. Récupéré sur <https://www.nyse.com/market-cap>. En ligne: <https://www.nyse.com/market-cap>. Consulté le 21 mars 2019.
- Parsons, C., Jabko, N. (2005). *The state of the European Union Vol. 7: With US or Against US?: European trends in American Perspective*. Oxford University Press.
DOI: 10.1093/0199283958.001.0001
- Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales. *Journal Officiel de l'UE du 11 septembre 2002*, 1-4. En ligne: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:243:0001:0004:fr:PDF>
- Ritter, J. R. (2003). Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*, 9(4), 421-434.
DOI: 10.1111/1468-036X.00230
- Romey, C. (2000a). Euro-NM et EASDAQ : les nouveaux marchés européens de valeurs de croissance une analyse comparative. Dans *Bulletin de la Commission des Opérations de Bourse n°341* (pp. 24-82). En ligne: https://www.amf-france.org/Publications/Revue-mensuelle-de-l-AMF/Bulletin-mensuel-de-la-COB/annee_1990-2003?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fc977138d-932f-4979-bdf8-26747e1980f4

- Romey, C. (2000b). La multicotation sur les places financières européennes : Un état des lieux statistique. Dans *Bulletin de la Commission des Opérations de la Bourse n°344* (pp. 39-62). En ligne: https://www.amf-france.org/Publications/Revue-mensuelle-de-l-AMF/Bulletin-mensuel-de-la-COB/annee_1990-2003?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F3e4a2af2-fee5-4dc7-9274-e99ab9089c89
- Sarkissian, S., Schill, M. J. (2009). Are There Permanent Valuation Gains to Overseas Listing? *The Review of Financial Studies*, 22(1), 371-412.
DOI: 10.1093/rfs/hhn003
- Sarkissian, S., Schill, M. J. (2012). The Nature of the foreign listing premium : A cross-country examination. *Journal of banking & finance*, 36, 2494-2511.
DOI: 10.1016/j.jbankfin.2012.05.007
- Sarkissian, S., Schill, M. J. (2016). Cross-listing waves. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 51(1), 259-306.
DOI: 10.1017/S0022109016000016
- Stulz, R. M., (1999). Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. *Dice Center Working Paper*, 99(1).
DOI: 10.2139/ssrn.153669
- SEC Final Rule Number 34-55540: Termination of a foreign private issuer's registration of a class of securities under section 12(g) and duty to file reports under section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934. (2007). *Federal Register of the 5th of April 2007*, 72(65), 16934-16960. En ligne: <https://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55540.pdf>
- Tirez, D. (1997). EASDAQ Benefits from European Framework. *International Financial Law Review*, 16(11), 11-15. En ligne: <https://www.iflr.com/Article/1982036/Easdaq-benefits-from-European-framework.html?ArticleId=1982036>
- Villablanca, L. (2013). Nouvelles formes de régulation et marchés financiers. Etude de droit comparé (Thèse de doctorat). Université Panthéon-Assas, Paris. En ligne: <https://docassas.u-paris2.fr/nuxeo/site/esupversions/fa927477-84e4-4b55-bd8c-c4e3bdde1b10?inline>
- Wojcik, D., Clarck, G. L., Bauer, R. (2005). Corporate governance and cross-listing : Evidence from European Companies (Document de travail). University of Oxford, Royaume-Uni.
DOI: 10.1.1.196.1801
- Zattoni, A., Judge, W. (2012). *Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective*. Cambridge: Cambridge University Press.

ANNEXES

Cf. documents joints

