



LA COTATION DES TITRES DES ENTREPRISES EUROPÉENNES AUX ÉTATS-UNIS : UNE APPROCHE CRITIQUE

FRANCK BANCEL *

1

“ Pourquoi les entreprises font-elles coter leurs titres sur une Bourse étrangère ? » est une question majeure pour la recherche en finance. De nombreux travaux ont tenté de comprendre les raisons qui incitent les firmes à faire un tel choix, en complément ou non d’une cotation sur leur place d’origine. Au cours de la dernière décennie, la littérature financière s’est particulièrement intéressée aux cotations des firmes non-américaines aux États-Unis, du fait de l’ampleur du phénomène constatée dans les années 90 et ce jusqu’au début des années 2000. À cette période, les Bourses américaines (NYSE et Nasdaq) sont devenues des lieux de cotation privilégiés pour les entreprises non-américaines. Entre le début et la fin des années 90, le nombre de firmes étrangères cotées aux États-Unis est en effet passé de 200 à 750.

Pour expliquer ce phénomène, les chercheurs ont tenté de comparer les coûts et les avantages à court et à long terme associés à une cotation aux États-Unis. Les coûts sont liés aux frais directs de cotation (réconciliation des états comptables, frais légaux, etc.) et indirects (coûts d’opportunité) ainsi qu’à la divulgation d’informations aux concurrents.

La littérature financière identifie deux types de gains : financiers et stratégiques. Les principaux gains financiers relèvent de l’accès à des ressources financières nouvelles, de l’accroissement de la liquidité du titre, de la réduction du coût du capital et d’une meilleure valorisation.

* Professeur, ESCP-EAP.



La cotation outre-Atlantique se traduirait également par l'émission d'un signal positif en direction de la communauté financière parce qu'elle nécessite le respect de la législation américaine supposée plus contraignante pour les firmes et donc, plus favorable aux actionnaires. Sur un plan stratégique, la firme cotée aux États-Unis bénéficierait d'une meilleure visibilité sur le marché des produits et d'une plus grande notoriété non seulement auprès de la communauté financière mais également auprès d'un large public (consommateurs, etc.). La cotation nord-américaine serait ainsi un des facteurs clés de la réussite d'une stratégie d'internationalisation ou tout au moins, faciliterait grandement l'implantation aux États-Unis.

Malgré une littérature abondante, de nombreuses questions demeurent quant à l'intérêt pour une entreprise de faire coter ses titres aux États-Unis. Si la cotation aux États-Unis génère des gains, peut-on les mesurer sur le court et le long terme ? Toutes les entreprises ont-elles intérêt à se faire coter où seules certaines firmes disposant de caractéristiques particulières doivent-elles faire ce choix ? Les facteurs qui déterminent l'émergence de gains en cas de cotation aux États-Unis sont-ils stables au cours du temps ou évoluent-ils en fonction de facteurs tels que le degré de segmentation des marchés financiers, la protection relative des actionnaires, la qualité du système d'information comptable dans le pays d'origine, etc. ? Les gains identifiés dans la littérature ne seraient-ils pas simplement la conséquence d'un biais de sélection, lié au fait que seules les « meilleures » entreprises seraient cotées aux États-Unis ?

L'étude des entreprises européennes est particulièrement intéressante parce que ces dernières disposent de marchés nationaux financiers liquides et opèrent dans des pays où les systèmes financiers sont développés. On peut donc penser qu'un grand nombre d'entreprises européennes cotées aux États-Unis a fait ce choix pour d'autres raisons que l'accès à des sources de financements ou la cotation sur une place financière liquide. Selon Coffee (2002), il convient de distinguer les motivations des firmes européennes, qui cherchent à disposer d'une « monnaie papier » pour leurs acquisitions, des motivations des firmes issues de pays émergents qui souhaitent avant tout lever des capitaux.

Par ailleurs, depuis la crise boursière du début 2001, certains scandales financiers majeurs (Enron, Worldcom, etc.) ont mis à mal la réputation des places financières américaines. Dans le même temps, l'adoption des normes IAS par les entreprises européennes a probablement renforcé la qualité et la comparabilité de cette même information comptable, limitant ainsi l'effet de signal associé à une cotation américaine. Certes, la loi Sarbanes-Oxley a accru la protection des investisseurs mais elle a également généré des coûts additionnels



importants pour les entreprises cotées aux États-Unis. Les techniques et les pratiques financières ont également évolué. Enfin, il est aujourd'hui relativement facile pour une entreprise européenne de « placer » des titres auprès d'investisseurs institutionnels américains sans une cotation directe aux États-Unis.

Dans ce contexte, l'intérêt d'une cotation aux États-Unis pour les entreprises européennes fait plus que jamais débat. On peut dès lors légitimement se demander si la littérature financière dominante n'est pas en « décalage » avec le nouveau contexte réglementaire, institutionnel et financier. Il s'agit de savoir si la moindre attractivité des places boursières américaines est un phénomène durable et si c'est le cas, d'en comprendre les raisons. La question de l'intérêt d'une cotation nord-américaine doit être vraisemblablement « réactualisée » en mettant en évidence les limites de la littérature dominante et en montrant en quoi le nouveau cadre réglementaire et institutionnel change les conditions du débat.

Nous présentons dans une première partie un « état des lieux » des cotations des entreprises européennes aux États-Unis. Dans la deuxième partie de l'article, nous exposons les bonnes et les mauvaises raisons qui ont incité les entreprises à faire coter leurs titres aux États-Unis.

LA COTATION AUX ÉTATS-UNIS DES FIRMES EUROPEENNES : ÉTAT DES LIEUX

Nous montrons dans cette partie que la cotation à l'étranger est une pratique ancienne et présentons les caractéristiques des entreprises européennes cotées ainsi que les modalités de cotation. Nous exposons ensuite les principaux résultats des études empiriques menées sur la question de l'impact sur le cours de Bourse d'une cotation aux États-Unis.

Un phénomène d'une rare intensité

La cotation à l'étranger est une pratique qui s'est développée dès le milieu du dix-neuvième siècle. À cette époque, les grandes places financières qu'étaient Londres et Paris attiraient déjà de nombreuses entreprises étrangères. À titre d'exemple, la capitalisation boursière des entreprises étrangères cotées à la Bourse de Paris entre 1880 et 1884 d'une part, et 1910 et 1913 d'autre part représentait respectivement 6,7 % et 17,7 % de la capitalisation boursière des entreprises françaises (Lehman, 1997). Tout au long du vingtième siècle, de nombreuses entreprises européennes ont eu recours à une cotation sur une autre place que leur place domestique¹.

La vague de cotations d'entreprises européennes aux États-Unis



intervenue durant la décennie quatre-vingt-dix n'est donc pas un phénomène nouveau même si elle est remarquable par son intensité. En dix ans, le nombre de firmes étrangères cotées aux États-Unis est ainsi passé de 250 à plus de 750, alors que la décennie précédente avait été caractérisée par une vague de cotations sur d'autres places européennes (Londres, Francfort, Genève, Paris, etc.)² ou asiatiques.

Dans les années quatre-vingt-dix, les places financières européennes ou d'autres places boursières comme Tokyo sont alors devenues moins attractives pour les firmes étrangères. Pagano et *al.* (2002) indiquent qu'entre 1991 et 1997, le nombre de firmes étrangères cotées sur une place financière européenne est passé de 732 à 625. Karolyi (1998) précise qu'entre 1992 et 1995, le nombre de firmes étrangères cotées sur la place japonaise a diminué de 125 à 77.

La forte attractivité des Bourses américaines s'inscrit dans une période de croissance économique soutenue aux États-Unis. Ainsi, entre 1990 et 1999, le PIB américain augmente de 33 % alors qu'il ne croît que de 12 % au Japon et de 22 % dans les pays de la zone euro (tableau 1). Remarquons également, que dans les années quatre-vingt, la croissance avait été importante au Japon (+40 % entre 1980 et 1990 contre +35 % aux États-Unis et +22 % dans les pays de la zone euro) et qu'à cette période, de nombreuses firmes étrangères avaient décidé de coter leurs titres au Japon. Il est ainsi tout à fait probable que les zones économiques à forte croissance attirent les firmes étrangères et favorisent les cotations dans ces mêmes zones.

En outre, dans les années quatre-vingt-dix aux États-Unis, les secteurs des hautes technologies (Internet, informatique, télécommunication, etc.) ont bénéficié d'une croissance particulièrement élevée. De nombreux groupes européens opérant dans ces secteurs ont été amenés à considérer qu'une présence aux États-Unis était incontournable et devenait même une question de survie (Pagano et *al.*, 2002).

Les modalités de cotation

Dans la plupart des cas, la cotation aux États-Unis n'est pas directe. La plupart des titres étrangers cotés aux États-Unis ne sont pas directement négociés sur une place boursière américaine mais sont représentés par un titre appelé ADR (*American Deposit Receipt*)³ émis par une banque américaine. Il existe trois types d'ADR. Le premier (ADR niveau I) se traduit par une cotation sur le marché OTC et nécessite de délivrer aux investisseurs américains les mêmes informations que celles fournies aux investisseurs du pays d'origine⁴. L'ADR de niveau II suppose une réconciliation partielle avec les normes comptables américaines et permet une cotation sur un marché organisé, offrant ainsi une plus grande visibilité. Enfin, l'ADR de niveau III nécessite de

Tableau 1
Croissance annuelle du PIB
(%)

	Zone euro	Japon	USA
1981	0,4	2,9	2,5
1982	0,7	2,8	-1,9
1983	1,4	1,6	4,5
1984	2,3	3,1	7,2
1985	2,3	5,1	4,1
1986	2,5	3,0	3,5
1987	2,5	3,8	3,4
1988	4,1	6,8	4,1
1989	4,0	5,3	3,5
1990	3,6	5,2	1,9
1991	5,6	3,4	-0,2
1992	1,2	1,0	3,3
1993	-0,9	0,2	2,7
1994	2,4	1,1	4,0
1995	2,3	1,9	2,5
1996	1,4	3,4	3,7
1997	2,4	1,9	4,5
1998	2,8	-1,1	4,2
1999	2,8	0,1	4,4
2000	3,7	2,8	3,7
2001	1,7	0,4	0,8
2002	0,9	-0,3	1,9
2003	0,6	2,5	3,0
2004	1,8	4,0	4,4
Croissance 1980-1989	22	40	35
Croissance 1990-1999	22	12	33

Source : Données OCDE.

produire des informations similaires à celles demandées aux entreprises américaines et permet de lever des capitaux propres aux États-Unis.

Il existe également une procédure appelée 144 A qui permet aux entreprises non-américaines de lever des capitaux propres aux États-Unis par le biais d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels. Cette procédure ne nécessite pas de fournir des informations autres que celles données aux investisseurs domestiques.

*Les caractéristiques des entreprises européennes cotées
aux États-Unis*

Selon les travaux de Pagano et *al.* (2001, 2002), les firmes européennes cotées aux États-Unis présentent des caractéristiques



particulières. Ce sont des entreprises de croissance, caractérisées par un ratio « valeur de marché/valeur comptable » élevé. Elles investissent massivement en R&D, sont fortement exportatrices et voient le niveau de leurs actifs augmenter dans la fenêtre temporelle entourant la cotation.

En examinant les caractéristiques de 283 firmes européennes cotées aux États-Unis par le biais d'ADR II ou III, on constate que les firmes opérant dans des secteurs de hautes technologies (télécommunication (11,3 %), pharmacie et biotechnologie (10,6 %), logiciels et services logiciels (6,4 %), etc.) représentent une part importante de l'échantillon (tableau 2)⁵. Cela étant, les secteurs plus traditionnels des services ou de l'industrie sont également présents (banque (6,7 %), média et cinéma (6,4 %), etc.). Ceci est contraire à la représentation « habituelle » selon laquelle la cotation aux États-Unis concerne les seules entreprises de hautes technologies.

Les modes de cotation diffèrent selon les secteurs considérés. Les entreprises technologiques sont cotées majoritairement via des ADR de niveau III (informatique (80 %), télécommunication (78,1 %), etc.) alors que celles issues de secteurs traditionnels choisissent les ADR de niveau II (services supports (26,7 %), média (33,3 %), etc.). On peut penser que les entreprises technologiques se cotent aux États-Unis pour des raisons financières et ont eu recours à un mode de cotation qui permet de lever du capital.

Par ailleurs, 48 % des firmes européennes qui se sont fait coter aux États-Unis l'ont fait à l'occasion de leur introduction en Bourse. Si l'on considère les secteurs qui comptent au moins 10 entreprises, seuls les secteurs de la banque et de la chimie présentent un faible nombre d'entreprises cotées aux États-Unis lors de leur introduction en Bourse (respectivement 15,8 % et 36,4 % - tableau 2).

On constate également que les entreprises européennes ont majoritairement choisi de se faire coter sur le NYSE (61 %). Les secteurs les plus concernés par une cotation sur le NYSE sont les secteurs comme la banque (100 %) ou le pétrole (100 %). C'est en effet sur le NYSE que sont cotées la plupart des « blue chips » américaines et c'est donc sur ce marché que souhaitent être cotées les grandes firmes européennes. Les entreprises appartenant aux secteurs technologiques (logiciels (5,6 %), informatique (33,3 %), etc.) ont choisi de se faire coter sur le NASDAQ qui est destiné à accueillir prioritairement des firmes de taille plus faible à forte croissance (tableau 2).

Selon le classement « Fortune 500 » (tableau 3), 23 entreprises européennes sur les 36 faisant partie du groupe des 100 plus grandes firmes mondiales étaient cotées aux États-Unis. Parmi ces entreprises, on trouve les grands noms de l'industrie et de la finance européenne.

Tableau 2
Caractéristiques sectorielles des firmes européennes cotées
aux États-Unis (2003)

La colonne ADR III / (ADR II + ADR III) indique le pourcentage de firmes européennes cotées aux États-Unis via un ADR III divisé par le nombre total de firmes cotées via des ADR II et III. Les chiffres figurant dans la colonne MVF / MVS sont obtenus en divisant la valeur de marché des capitaux propres des firmes européennes cotées aux États-Unis dans un secteur donné par la valeur de marché des capitaux propres de l'ensemble des firmes constituant le secteur selon l'indice sectoriel Datastream pour l'Europe (juin 2003). La colonne IPO / (IPO + Non IPO) indique le pourcentage de firmes européennes cotées aux États-Unis lors de leur introduction en Bourse divisé par le nombre total de firmes cotées. La colonne NYSE / (NYSE + NASDAQ) indique le pourcentage de firmes européennes cotées aux États-Unis sur le NYSE divisé par le nombre total de firmes cotées sur les places financières américaines (NYSE + NASDAQ).

	Nombre de firmes (%)	MVS/MVS (%)	ADR III/ (ADR II + ADR III) %	IPO / (IPO + Non IPO) %	NYSE / (NYSE + NASDAQ) %
Télécommunication	32	11,3	63,0	78,1	68,8
Pharmacie et biotechnologie	30	10,6	57,1	50,0	43,3
Banque	19	6,7	43,5	73,7	15,8
Médias et cinéma	18	6,4	36,7	33,3	50,0
Logiciels et service logiciels	18	6,4	36,4	61,1	61,1
Informatique	15	5,3	69,6	80,0	73,3
Service supports	15	5,3	21,0	26,7	40,0
Pétrole et gaz	15	4,9	80,2	64,3	50,0
Ingénierie et construction mécanique	13	4,9	40,6	42,9	50,0
Chimie	11	3,9	43,4	54,5	36,4
Santé	9	3,2	49,3	55,6	66,7
Electronique et équipements électriques	8	2,8	82,4	62,5	37,5
Biens domestiques, textile	8	2,8	30,2	75,0	50,0
Electricité	7	2,5	35,4	71,4	42,9
Construction & matériaux de construction	7	2,5	12,7	0,0	28,6
Assurance	6	2,1	29,0	66,7	16,7
Transport	6	1,8	4,6	80,0	80,0
Distribution générale	6	2,1	1,7	66,7	83,3
Services d'équipement (« utilities »)	5	1,8	38,7	0,0	0,0
Agroalimentaire	5	1,8	22,7	40,0	20,0
Tabac	4	1,4	62,4	0,0	50,0
Papier et forêt	3	1,1	61,7	0,0	33,3
Automobiles et équipementiers	3	1,1	20,9	66,7	66,7
Loisirs et hôtels	3	1,1	17,3	33,3	66,7

Acier et autres métaux	3	1,1	8,3	100,0	100,0	100,0
Autres services financiers	3	1,1	5,4	66,7	33,3	100,0
Boissons	2	0,7	22,3	0,0	0,0	100,0
Assurance-vie	2	0,7	19,4	50,0	0,0	100,0
Mines	2	0,7	18,9	0,0	0,0	50,0
Alimentation, distribution	2	0,7	7,2	0,0	0,0	100,0
Industrie diversifiée	2	0,7	4,5	50,0	100,0	0,0
Immobilier	1	0,4	0,0	100,0	100,0	0,0
Compagnie d'investissement	1	0,4	0,0	100,0	100,0	0,0
Total	283	100,0	41,0	55,0	48,0	61,0

Source : Datastream, 2003.

Selon le classement « Interbrand 2002 », près de 65 % des entreprises européennes disposant de marques « globales » sont également cotées aux États-Unis (tableau 4), ce qui montre là encore que les grandes firmes européennes ont été massivement attirées par une cotation nord-américaine.

L'impact de la cotation aux États-Unis sur le cours de Bourse

La littérature financière s'intéresse depuis près de 70 ans aux raisons qui poussent les entreprises à coter leurs titres à l'étranger (Ulé, 1937). Cependant, ce champ de recherche n'est devenu majeur qu'à partir des années quatre-vingts dans la continuité des travaux sur la segmentation des marchés financiers (Stapelton et Subrahmanyam (1977), Errunza et Losq (1985) et Alexander *et al.* (1988)). La cotation aux États-Unis devait permettre de contourner cette segmentation, rendre possible une meilleure diversification des risques par les investisseurs et induire de ce fait une réduction du coût du capital des firmes.

En utilisant des méthodologies fondées sur des études d'événements, les chercheurs ont tenté de mesurer l'impact sur le cours de Bourse de l'annonce ou de la cotation effective aux États-Unis. Si certains travaux concluent que la cotation nord-américaine a un impact positif, (Foerster et Karolyi (1993 et 1999), Miller (1999), etc.), d'autres travaux identifient un impact nul, voire négatif sur le cours de Bourse (Alexander *et al.* (1988), Jayaraman *et al.* (1993), Viswanathan (1996)).

Foerster et Karolyi (1999) et Miller (1999) montrent que l'impact sur le cours de Bourse dépend du degré de segmentation des marchés et du recours à une augmentation de capital. Miller trouve une rentabilité anormale moyenne lors de l'annonce de +1,15 % pour l'ensemble des entreprises et de +1,54 % pour les entreprises issues des pays émergents.

Tableau 3
Classement des entreprises européennes selon le chiffre d'affaires

Rang européen	Rang mondial	Firmes	Pays	Chiffre d'affaires 2001 (mil. USD)	Cotation aux USA (2001)
1	4	BP	UK	174,218.0	Oui
2	7	DaimlerChrysler	A	136,897.3	Oui
3	8	Royal Dutch/Shell Group	Pays-Bas./R.U.	135,211.0	Oui
4	15	Total Fina Elf	France	94,311.9	Oui
5	18	Allianz	Allemagne	85,929.2	Oui
6	20	ING Group	Pays-Bas	82,999.1	Oui
7	21	Volkswagen	Allemagne	79,287.3	
8	22	Siemens	Allemagne	77,358.9	Oui
9	27	Deutsche Bank	Allemagne	66,839.9	Oui
10	28	E.ON	Allemagne	66,453.0	Oui
11	30	AXA	France	65,579.9	Oui
12	31	Credit Suisse Group	Suisse	64,204.5	Oui
13	35	Carrefour	France	62,224.6	Oui
14	38	Royal Ahold	Pays-Bas	59,633.9	Oui
15	44	BNP Paribas	France	55,044.4	
16	48	Aviva	R.U.	52,317.6	
17	49	Fiat	Italie	51,944.2	Oui
18	50	Assicurazioni Generali	Italie	51,394.3	
19	51	Vivendi Universal	France	51,365.7	Oui
20	53	RWE	Allemagne	50,663.8	
21	55	Nestlé	Suisse	50,192.4	
22	59	UBS	Suisse	48,503.4	Oui
23	64	HSBC Holdings	R.U.	46,424.0	Oui
24	65	Peugeot	France	46,264.1	
25	68	Unilever	R.U./Pays-Bas	46,130.6	Oui
26	72	ENI	Italie	44,636.9	Oui
27	72	Metro	Allemagne	44,346.8	
28	75	Deutsche Telekom	Allemagne	43,260.6	Oui
29	79	Munich Re Group	Allemagne	41,894.0	
30	85	Fortis	Belgique/Pays-Bas	40,528.8	
31	90	ABN AMRO Holding	Pays-Bas	39,702.7	Oui
32	91	Hypo Vereinsbank	Allemagne	39,405.4	
33	94	Repsol YPF	Espagne	39,091.4	Oui
34	96	Zurich Financial Services	Suisse	38 650.0	
35	97	France Telecom	France	38,529.6	Oui
36	99	Suez	France	37,932.5	Oui
Total		36			23

Source : Fortune 500, 2002.

Tableau 4
Les firmes européennes cotées aux USA
et disposant de marques mondiales

Rang	Marque	Pays	Firmes	Cotée aux USA (2001)
6	Nokia	Finlande	Nokia	Oui
10	Mercedes	Allemagne	Daimler Chrysler	Oui
20	BMW	Allemagne	BMW	
22	Nescafé	Suisse	Nestlé	
38	Volkswagen	Allemagne	Volkswagen	
41	Louis Vuitton	France	LVMH	Oui
42	SAP	Allemagne	SAP	Oui
44	Ikea	Suède	Ikea	
52	Gucci	Italie	PPR	Oui
54	L'oréal	France	L'oréal	
58	Reuters	R.U.	Reuters	Oui
60	Philips	Pays-Bas	Philips	Oui
61	Nestlé	Suisse	Nestlé	
64	Chanel	France	Chanel	
66	Danone	France	Danone	Oui
68	Adidas	Allemagne	Adidas	
69	Rolax	Suisse	Rolax	
71	Ericsson	Suède	Ericson	Oui
76	BP	R.U.	BP	Oui
83	Shell	Pays-Bas	Shell	Oui
84	Smirnoff	R.U.	Diageo	Oui
86	Prada	Italie	Prada	
87	Moët & Chandon	France	LVMH	Oui
88	Heineken	Pays-Bas	Heineken Int.	
91	Nivea	Allemagne	Beiersdorf	
97	Johnnie Walker	R.U.	Diageo	Oui
100	Armani	France	L'oréal	
Total			23	14

Source : Classement Interbrand 2002.

Forester et Karolyi (1999), Miller (1999), Mittoo (2003) et Bancel et *al.* (2005) identifient une sur-performance sur la période qui précède la cotation aux États-Unis (un an) et une sous-performance les années suivantes (deux à trois ans). L'hypothèse la plus probable pour expliquer cette « sur » puis « sous - performance » serait liée au choix de date de cotation. Selon McConnell et *al.* (1996) et Dharan et Ikenberry (1995), les entreprises auraient un comportement opportuniste et se feraient



coter après une phase de croissance soutenue des résultats, de manière à maximiser la valeur des titres lors de la cotation.

Selon Doidge et al. (2004), la question de la diminution du coût du capital du fait d'une cotation aux États-Unis ne peut trouver de réponse simple. Comme nous le verrons plus loin, les chercheurs ont proposé d'autres alternatives pour expliquer pourquoi les firmes se cotent aux États-Unis.

« BONNES » ET « MAUVAISES » RAISONS D'UNE COTATION AUX ÉTATS-UNIS

Nous présentons dans cette partie les motivations des entreprises qui ont choisi de faire coter leurs titres aux États-Unis, en distinguant les motivations financières des autres motivations (Saudagaran, 1988 et 1990). Nous analysons ces motivations de manière critique en montrant que peu d'entreprises européennes sont en mesure de bénéficier pleinement d'une cotation aux États-Unis.

Les motivations financières

Deux motivations financières sont présentées : la recherche de flexibilité financière et d'une meilleure valorisation.

La recherche d'une plus grande flexibilité financière

Selon la littérature, les entreprises qui cotent leurs titres sur une Bourse étrangère souhaitent avant tout « desserrer » certaines contraintes financières qui tiennent à l'étroitesse de leur place domestique. Un marché financier « étroit » limite en effet les capacités de financement, augmente le coût du capital et ne permet pas à l'entreprise d'élargir sa base actionnariale. La cotation à l'étranger doit permettre d'accroître la flexibilité financière de la firme et de trouver les ressources indispensables à son développement⁶.

Nous distinguons les motivations des entreprises technologiques des motivations des grands groupes industriels et financiers européens. Ces deux populations d'entreprises assument des contraintes financières différentes et n'ont pas fait coter leurs titres aux États-Unis pour des raisons similaires.

- Les entreprises technologiques

Dans les années quatre-vingt-dix, de nombreuses entreprises européennes de croissance dans des secteurs technologiques (Internet, télécommunication, informatique, etc.) qui avaient besoin de lever des capitaux propres, ont fait coter leurs titres sur une place boursière américaine. À cette époque, la communauté financière américaine



(analystes, investisseurs, etc.) a reconnu avant les Européens la valeur des entreprises technologiques, facilité leur introduction en Bourse et plus largement, leur a permis d'accéder à des sources de financement (capital-risque, capital développement, etc.). Ceci s'explique notamment par le fait que les États-Unis disposaient d'un gisement considérable de firmes de haute technologie, d'investisseurs présentant un appétit pour le risque plus affirmé et une communauté financière davantage habituée à évaluer ces firmes et à les accompagner financièrement.

Si l'on peut penser que certaines entreprises européennes ont ainsi pu bénéficier d'une cotation aux États-Unis, la question est de savoir si des différences structurelles entre l'Europe et les États-Unis demeurent. La réponse n'est pas simple mais il convient de constater que les marchés financiers européens permettent aujourd'hui à des entreprises technologiques de se faire coter dans des conditions tout à fait comparables à celles prévalant aux États-Unis. Les fonds d'investissement sont également très actifs et sont en mesure de procurer des financements en dettes ou en fonds propres aux firmes européennes de haute technologie. La plupart des gouvernements européens ont également mis en place des structures destinées à aider ces entreprises à se financer. La cotation aux États-Unis n'apparaît plus aujourd'hui comme étant une solution incontournable pour financer des entreprises de haute technologie.

12

- Les grands groupes européens

La plupart des grands groupes européens n'ont pas choisi de se faire coter aux États-Unis dans le but de disposer de ressources financières nouvelles. Les motivations financières de leur cotation relevaient davantage du souhait de disposer d'une « monnaie » papier pour payer des acquisitions aux États-Unis (voir plus bas) ou de leur volonté d'accroître le nombre d'actionnaires américains (et notamment certains investisseurs institutionnels qui pour des raisons réglementaires ne pouvaient détenir que des titres de firmes cotées aux États-Unis). Notons qu'il est désormais tout à fait possible depuis l'Europe d'attirer des investisseurs américains sans recourir à une cotation aux États-Unis. Les techniques de placement de titres dont disposent les grandes banques d'affaires permettent sans difficulté majeure à un groupe européen d'accroître depuis l'Europe sa base actionariale aux États-Unis. Rappelons également que dans la plupart des cas, la cotation aux États-Unis n'améliore pas la liquidité du titre. Dans le cas d'une double cotation, la place d'origine continue ainsi à concentrer l'essentiel des ordres (phénomène de « flow back ») parce que le marché dominant (où les prix sont optimisés) est dans la plupart des cas le marché d'origine⁷.



La cotation aux États-Unis peut cependant faciliter les opérations de croissance externe. Une entreprise qui souhaite payer en titres une acquisition aux États-Unis doit obligatoirement y être cotée. Les groupes européens souhaitant procéder à des acquisitions aux États-Unis de manière régulière et qui souhaitent payer en titres peuvent donc être tentés de se faire coter localement. La cotation d'une entreprise aux États-Unis permet également d'octroyer aux salariés américains des stock-options ou des actions gratuites libellées en dollars. Cette forme de rémunération est particulièrement utilisée par les entreprises américaines dans certains secteurs de haute technologie où le capital humain est le facteur clef de succès.

- Les firmes issues des pays émergents

Les enjeux associés à une cotation aux États-Unis sont fondamentalement différents pour les firmes issues de pays émergents car ces dernières ne disposent pas d'une place financière domestique liquide. Ainsi, Lins et *al.* (2003) montrent que les entreprises issues de pays émergents utilisent la cotation aux États-Unis pour lever des fonds (dette et fonds propres) et investir, ce qui est moins fréquemment le cas des firmes provenant de pays développés. Notons cependant que la cotation aux États-Unis n'est pas la seule alternative dont disposent les firmes issues de pays émergents pour desserrer la contrainte financière. Siegel (2004) montre que de nombreuses entreprises mexicaines n'ont pas choisi de faire coter leurs titres aux États-Unis parce qu'elles ont réussi à nouer des alliances ou à créer des liens avec des partenaires politiques locaux, et ont ainsi pu bénéficier de ressources financières peu coûteuses.

Une meilleure valorisation

La littérature financière s'est intéressée aux écarts de valorisation des firmes pouvant exister entre l'Europe et les États-Unis. Selon Doidge et al. (2004), les firmes étrangères cotées aux États-Unis en 1997 bénéficiaient en moyenne d'une valorisation supérieure à celles qui ne l'étaient pas (Q de Tobin plus élevé de 16,5 %)⁸. À la fin des années quatre-vingt, il n'est pas impossible de penser que les marchés européens et américains présentaient un niveau de segmentation relativement important qui se traduisait par des différences de valorisation. Ainsi, l'entreprise COFLEXIP affirmait que sa décision de se faire coter en 1993 aux États-Unis s'expliquait notamment par le fait que ce choix lui avait permis d'obtenir une valorisation de ses capitaux propres plus élevée lors de son introduction en Bourse⁹. Selon les dirigeants de COFLEXIP, cette valorisation supérieure était notamment liée à la plus grande connaissance par les analystes financiers américains du



secteur parapétrolier et de ses perspectives de croissance.

La localisation « géographique » des analystes financiers serait ainsi un facteur pouvant influencer l'entreprise dans le choix de sa place de cotation^{10/11}. Les analystes sont plus enclins à s'intéresser aux firmes cotées sur leur place financière locale¹². Dans certains secteurs comme le pétrole et le gaz où les analystes financiers sont très majoritairement localisés aux États-Unis, on observe que la plupart des grandes entreprises européennes y sont effectivement cotées.

Selon les entretiens menés par l'auteur auprès d'analystes financiers et de banquiers d'affaires, rien ne permet de penser que les entreprises sont aujourd'hui valorisées de manière différente en Europe et aux États-Unis. Les multiples boursiers appliqués aux entreprises lors d'une introduction en Bourse sont désormais tout à fait comparables des deux côtés de l'Atlantique parce que la globalisation financière a fait converger les pratiques des analystes financiers et des investisseurs. La cotation nord-américaine n'est probablement plus en mesure d'apporter un surcroît de valeur aux entreprises comme cela a pu être le cas dans les années quatre-vingt-dix¹³.

Les autres motivations

Selon la littérature financière et stratégique, la cotation aux États-Unis permet d'accroître la visibilité de la firme et de renforcer la protection des minoritaires.

Accroître la visibilité de l'entreprise

Une cotation aux États-Unis est une opération de communication au sens large. Elle permet à la firme d'améliorer sa notoriété auprès des analystes mais également de « toucher » un public large en bénéficiant d'une couverture médiatique importante. Baker et *al.* (1999) montrent par exemple que la visibilité des entreprises mesurée par la couverture des médias et le suivi par les analystes s'accroissent de manière significative après une cotation sur le NYSE. Radebaugh et *al.* (1995) indiquent que plus de 700 journaux américains ont indiqué à leurs lecteurs que Daimler-Benz avait décidé de se faire coter aux États-Unis.

Cette recherche d'une plus grande visibilité semble d'ailleurs être une des priorités des entreprises européennes. Bancel et Mittoo (2001) indiquent que 57 % des managers européens considèrent que la recherche d'une « plus grande visibilité, de prestige et d'image », est le premier objectif de la cotation aux États-Unis. Il est intéressant de noter que ce même critère de « visibilité » était important pour seulement 37,5 % des managers canadiens (Mittoo, 1992) qui étaient principalement motivés (55,5 %) par l'accroissement de la base actionnariale et l'accès à des sources de financement. Cela confirme



l'idée selon laquelle la cotation des entreprises européennes aux États-Unis n'est pas prioritairement liée à une problématique de financement.

La visibilité accrue liée à la cotation aux États-Unis peut servir une stratégie de développement local, voire accompagner le développement international de l'entreprise¹⁴. Plusieurs auteurs ont ainsi souligné que la cotation aux États-Unis pouvait constituer un facteur clef de succès dans l'internationalisation de la firme. Radebaugh et al. indiquent que la cotation de Daimler-Benz sur le NYSE en 1993 était liée à la volonté des dirigeants d'internationaliser l'entreprise. Pagano et al. (2002) soulignent également que les entreprises européennes cotées aux États-Unis sont davantage tournées vers l'international que ne le sont les autres entreprises. Fanto et Karmel (1997) montrent que l'importance relative de l'activité aux États-Unis est un des déterminants majeurs de la décision d'une entreprise d'y faire coter ses titres.

Cette recherche de visibilité est cependant « ambiguë ». « Appartenir au club des firmes cotées aux États-Unis » est une motivation, certes peu avouable, mais qui a pu également jouer un rôle dans la prise de décision. Notons enfin qu'aucune étude n'est parvenue à évaluer des gains relatifs à cet accroissement de notoriété (contrairement aux coûts qui sont réels...).

Améliorer la gouvernance de la firme

Selon Doidge (2004) et Doidge et al. (2004), la cotation aux États-Unis permettrait d'améliorer la gouvernance de la firme, de limiter la capacité des dirigeants et des actionnaires majoritaires à exproprier les minoritaires et de réduire les coûts d'agence (Reese et Weisbach, 2002). Les firmes cotées aux États-Unis doivent en effet publier des comptes aux normes US GAAP (considérées dans la littérature comme de meilleure qualité) et respecter la réglementation américaine favorable aux intérêts des actionnaires minoritaires (possibilité de « class actions », etc.)¹⁵. Cette plus grande protection des intérêts des minoritaires serait le « prix à payer » pour les dirigeants/actionnaires majoritaires qui, ayant besoin de lever des capitaux, n'auraient pas d'autres choix que d'accepter des contraintes nouvelles.

Or, la cotation aux États-Unis (avant l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley¹⁶) ne semble pas avoir été pour les entreprises européennes perçue comme un choix ayant des implications majeures en termes de gouvernance. Bancel et Mittoo (2001) indiquent que le respect du cadre réglementaire américain est perçu comme un coût important par seulement 28,8 % des dirigeants alors que les opérations de communication (road shows, relations publiques, etc.) et les frais légaux étaient respectivement considérés comme des coûts significatifs par 51,5 % et 37,9 % des dirigeants. En outre, on comprend mal

pourquoi les dirigeants des firmes qui ne lèvent pas de capital accepteraient par des contraintes nouvelles de remettre en cause leur capital managérial¹⁷.

L'adoption de la loi Sarbanes-Oxley en 2002 a probablement « changé la donne » en imposant des coûts importants aux entreprises ainsi que de nouveaux risques juridiques pour les dirigeants. Cette loi est la réponse politique des autorités américaines aux nombreux scandales financiers qui ont éclaboussé les places financières. Certaines entreprises européennes ont déclaré ouvertement avoir renoncé à se faire coter aux États-Unis du fait des coûts additionnels (Porsche, etc.) ; d'autres ont annoncé qu'elles se sont retirées de la Bourse américaine (Alstom, Rank Group, etc.) pour des raisons similaires¹⁸. Ceci laisse d'ailleurs à penser que jusqu'à l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley, les entreprises ne considéraient pas que la cotation aux États-Unis pouvait modifier de manière significative les conditions de la gouvernance de la firme.

Du fait de l'adoption de cette loi, les dirigeants européens ont découvert que la cotation dans un pays comme les États-Unis dans lequel leur capacité d'influence sur le jeu institutionnel est faible, pouvait avoir des conséquences importantes pour leur entreprise. En outre, le retrait de la cote est resté longtemps très difficile à mettre en œuvre du fait de la « règle des 300 » selon laquelle une entreprise disposant d'au moins 300 actionnaires américains devait continuer à remplir ses obligations vis-à-vis de la SEC même après le retrait de la cote¹⁹.

La cotation aux États-Unis a constitué une pratique très répandue dans les années quatre-vingt-dix. La littérature financière dominante a tenté d'expliquer ce phénomène en montrant que la cotation aux États-Unis générait des gains de nature financière et stratégique. Si l'on excepte le cas des firmes de croissance dans la période de la bulle Internet, les entreprises européennes n'ont pas choisi de se faire coter aux États-Unis pour des raisons financières. La cotation aux États-Unis était une opération de communication au sens large, destinée à accroître la visibilité de l'entreprise et à la faire apparaître vis-à-vis de ses partenaires comme une entreprise de dimension mondiale.

Après l'éclatement de la bulle Internet, l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley a fait augmenter de manière significative le coût de la cotation aux États-Unis et accru les risques juridiques pour les entreprises. Le nombre de candidats potentiels à la cotation américaine a diminué et beaucoup d'entreprises européennes sont aujourd'hui tentées de se retirer des Bourses américaines, ceci dans un contexte où les places financières européennes se sont modernisées, et où la capacité des investisseurs à



apporter des solutions de financement aux entreprises s'est accrue. Il semble donc probable que la vague massive de cotations des années quatre-vingt-dix soit révolue. La perte de compétitivité globale des marchés de capitaux aux États-Unis est d'ailleurs devenue une source de préoccupation pour la communauté financière américaine²⁰.

Certes, les entreprises européennes qui auraient effectivement un projet stratégique nécessitant un « ancrage local » peuvent encore choisir une cotation aux États-Unis. Ce serait par exemple le cas d'une entreprise souhaitant renforcer la relation avec ses salariés ou ses partenaires américains, ou encore qui voudrait payer en titres des acquisitions. Mais le nombre d'entreprises candidates semble désormais faible comparé aux centaines de firmes ayant fait ce choix dans la décennie précédente.

NOTES

1. Cette tendance a perduré malgré le recul global de la place des marchés financiers dans le financement des entreprises constaté à partir de la fin de la première guerre mondiale jusqu'aux années quatre-vingts (Rajan et Zingales, 2003).
2. À titre d'exemple, Bayer comptait au milieu des années quatre-vingt-dix près de 12 cotations à l'étranger (dont la plupart en Europe), Hoechst et Volkswagen comptaient 10 cotations, etc.
3. Pour plus de détails, le lecteur peut se reporter au document : JP Morgan *ADR Reference Guide*, source : http://www.adr.com/pdf/ADR_Reference_Guide.pdf.
4. Il existe des programmes d'ADR de niveau I non parrainés par l'entreprise et dont la cotation relève de la seule décision des investisseurs.
5. À titre d'exemple, la valeur de marché des capitaux propres des entreprises issues de l'électronique ou de l'informatique représente respectivement 82,4 % et 69,6 % de la valeur de marché des capitaux propres de l'ensemble des firmes composant l'indice sectoriel européen Datastream (tableau 2). En revanche, dans d'autres secteurs comme la distribution ou la sidérurgie, ce pourcentage est faible (respectivement 1,7 % et 8,3 %).
6. Cochrane et al. (1996) indiquent que près de la moitié des entreprises augmentent leur capital lors de leur introduction en Bourse aux États-Unis.
7. À titre d'exemple, dans l'ouvrage « *Pierre Vernimmen - Finance d'entreprise* », sont présentés les volumes de transactions réalisés à New York et en Europe par Novartis, Danone et Siemens. Les volumes enregistrés à New York de ces trois groupes européens sont extrêmement faibles et respectivement égaux à 0,26 %, 0,07 % et 0,09 %.
8. Plusieurs critiques peuvent cependant être adressées aux travaux de Doidge et al. Tout d'abord, les entreprises cotées aux États-Unis présentent des spécificités ne facilitant pas les comparaisons (Coffee (2002), Pagano et al. (2002)). L'année 1997 se situe dans une période de « bulle spéculative » qui rend difficile une généralisation des résultats. Enfin, on peut regretter que l'étude ne distingue pas les firmes issues des pays émergents des autres firmes et notamment des firmes européennes qui présentent des motivations particulières. De ce point de vue, la typologie proposée par La Porta et al. (1997, 1998) et retenue par Doidge et al. (2004) ne recouvre pas la distinction pays émergents / pays développés.
9. Entretien mené par l'auteur en 1997 auprès de dirigeants de COFLEXIP.



10. Arnold et al. (1999) observent qu'au début du siècle, les entreprises américaines avaient tendance à se faire coter sur des marchés financiers proches du siège social.

11. Selon Sarkissian et Schill (2004), le choix de la place de cotation est fortement influencé par des facteurs géographiques et culturels.

12. Il en est de même pour les investisseurs qui ont également tendance à privilégier les titres des entreprises cotées sur leur marché domestique (« home bias »). Les raisons avancées pour expliquer ce phénomène sont liées là encore à une meilleure connaissance des firmes domestiques.

13. Comme l'indique Nicolas Veron dans *la Tribune* du 20 novembre 2006, sur les 25 plus grandes introductions en Bourse réalisées dans le monde en 2005, une seule a eu lieu aux États-Unis.

14. Stoughton et al. (2001) ont proposé un modèle dans lequel l'introduction en Bourse est une manière pour l'entreprise de se faire connaître par les consommateurs et ainsi d'accroître ses ventes.

15. Sur ce point, voir Coffee (1999).

16. La loi Sarbanes-Oxley impose aux dirigeants de s'assurer que leur entreprise maîtrise leurs procédures comptables et financières et que la communication de leurs résultats est issue d'un processus transparent et honnête. Selon une enquête de Korn/Ferry International, le coût additionnel annuel de la mise en conformité avec la loi Sarbanes-Oxley pour les grandes entreprises serait en moyenne de 5,1 millions de dollars. Pour les firmes de taille moyenne, selon le cabinet juridique Foley & Lardner, le coût d'une cotation aux États-Unis aurait augmenté de 130 %.

17. Les dirigeants européens ont développé leur capital managérial dans un contexte institutionnel qui demeure encore aujourd'hui largement structuré autour de repères nationaux. Ce capital managérial permet aux dirigeants d'exercer une certaine influence sur l'évolution de la réglementation ou de faciliter la résolution des problèmes financiers ou stratégiques que peut rencontrer l'entreprise.

18. Notons qu'un délai de mise en conformité avec cette loi a été accordé aux entreprises étrangères.

19. En mars 2007, la SEC a voté un assouplissement des règles de retrait de la cote pour les entreprises étrangères. Selon la nouvelle règle, les entreprises pourront obtenir la radiation de leurs titres si les transactions opérées sur le marché américain représentent moins de 5 % des volumes quotidiens moyens observés au cours des 12 derniers mois sur l'ensemble des places où la valeur est cotée. Cette nouvelle règle doit rentrer en vigueur en juin 2007.

20. Voir sur cette question le rapport publié en novembre 2006 par le *Committee on Capital Markets Regulation* (<http://www.capmktreg.org/index.html>).

BIBLIOGRAPHIE

ALEXANDER G., EUN C., JANAKIRAMANAN S. (1988), « International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 135-151.

ARNOLD T., HERSH J., MULHERIN J., NETTER J. (1999), « Merging Markets », *Journal of Finance*, 54, 1083-1107.

BANCEL F., MITTOO U. (2001), « European Managerial Perceptions of the Net Benefits of Foreign Stock Listings », *European Financial Management*, 7, 213-236.

BANCEL F., KALIMIPALLI M., MITTOO U. (2005), « The Valuation Effects of Capital versus Non-capital Raising ADRs: Revisiting European Evidence », Wilfrid Laurier University / Manitoba University / ESCP-EAP working paper.

BAKER K., NOFSINGER J., WEAVER D. (1999), « International Cross Listing and Visibility », NYSE working paper 99-01.

BIDDLE G.C., SAUDAGARAN S. (1989), « The Effect of Financial Disclosure Levels on Firms' Choices among



LA COTATION DES TITRES DES ENTREPRISES EUROPÉENNES AUX ÉTATS-UNIS :
UNE APPROCHE CRITIQUE

- Alternative Foreign Stock Exchange Listings », *Journal of International Financial Management and Accounting*, 1, 55-87.
- BIDDLE G.C., SAUDAGARAN S. (1992), « Financial Disclosure Levels and Foreign Stock Exchange Listing Decisions », *Journal of International Financial Management and Accounting*, 4, 106-148.
- COFFEE J. (1999), « The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications », *Northwestern University Law Review*, 93, 641-708.
- COFFEE J. (2002), « Racing towards the Top? The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance », working paper, Columbia University Law School.
- COCHRANE J., SHAPIRO J., TOBIN J. (1996), « Foreign Equities and U.S. Investors: Breaking Down Barriers Separating Supply and Demand », *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, vol. 241, 19-32.
- DHARAN B., IKENBERRY D. (1995), « The Long Run Negative Drift of Post Listing Stock Returns », *Journal of Finance*, 50, 1547-1574.
- DOIDGE C. (2004), « US Cross-listings and the Private Benefit of Control: Evidence from Dual Class Firms », *Journal of Financial Economics*, 72, 519-533.
- DOIDGE C., KAROLYI G.A., STULZ R. (2004), « Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? » *Journal of Financial Economics*, 71, 205-238.
- ERRUNZA V., LOSQ E. (1985), « International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test », *Journal of Finance*, 40, 1985, pp.105-24.
- FANTO J., KARMEL R. (1997), « A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U.S. Listing », *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 3, 143-162.
- 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 », *Journal of Finance*, 54, 981-1014.
- FOERSTER S.R., KAROLYI G.A. (1993), « International Listings of Stocks: the Case of Canada and the US », *Journal of International Business Studies*, 24, 763-784.
- JAYARAMAN N., SHASTRI K., TANDON K. (1993), « The Impact of International Cross-listings on Risk and Return: Evidence from American Depositary Receipts », *Journal of Banking and Finance*, 17, 91-103.
- KAROLYI G.A. (1998), « Why Do Companies List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and Its Managerial Implications », *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, Vol. 7, Blackwell Publishers, Boston.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, 52, 1131-52.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- LEHMAN P.-J. (1997), *Histoire de la Bourse de Paris*. Que sais-je, PUF.
- MITTOO U. (1992), « Managerial Perceptions of the Net Benefit of Foreign Listing: Canadian Evidence », *Journal of International Financial Management and Accounting*, 4, 40-62.
- MITTOO U. (2003), « Globalization and the Value of U.S. Listing: Revisiting Canadian Evidence », *Journal of Banking and Finance*, 27(9), 1629-1661.
- LINS K., STRICKLAND D., ZENNER M. (2000), « Do Non-U.S. Firms Issue Equity on U.S. Stock Exchanges to Relax Capital Constraints », working paper.
- MCCONNELL J., DYBEVİK D., HAUSHALTER D., LEE E. (1996), « A Survey of Evidence on Domestic and International Stock Exchange Listings with Implications for Markets and Managers », *Pacific Basin Finance Journal*, vol. 4, 347-376.
- MILLER D.P. (1999), « The Market Reaction to International Cross-listing: Evidence from Depositary Receipts », *Journal of Financial Economics*, 51, 103-123.
- PAGANO M., RANDL O., ROELL A., ZECHNER J. (2001), « What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-listing Decisions? », *European Economic Review*, 45, 770-782.
- PAGANO M., ROELL A., ZECHNER J. (2002), « The Geography of Equity Listing: Why Do European Companies List Abroad? », *Journal of Finance*, 57, 2651-2694.

- RADEBAUGH L., GEBHARDT G., GRAY S. (1995), « Foreign Stock Exchange Listing: a Case Study of Daimler-Benz », *Journal of International Financial Management and Accounting*, 7, 34-53.
- RAJAN R., ZINGALES L. (2003), « The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, 69, 5-50.
- REESE W.A., WEISBACH M.S. (2002), « Protection of Minority Shareholder Interest, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings », *Journal of Financial Economics*, 66, 65-104.
- SAUDAGARAN S. (1988), « An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchanges », *Journal of International Business Study*, 101-127.
- SAUDAGARAN S. (1990), « An Investigation of Selected Factors Influencing Multiple Listing and the Choice of Foreign Stock Exchanges », *Advances in Financial Planning and Forecasting*, vol. 4, Part B, 75-122.
- SARKISSIAN S., SCHILL M. (2004), « The Overseas Listing Decision : New Evidence of Proximity Preference », *Review of Financial Studies*, 17(3), 769-809.
- SEIGEL J. (2004), « Do Foreign Firms Choose Not to Cross-list Because They Have Secured Better Alternatives? Evidence from Mexico », *Harvard Business School Working paper*, présenté au congrès de l'AFA 2005.
- STOUGHTON N., WONG K., ZECHNER J. (2001), « IPOs and Product Quality », *Journal of Business*, 74, 106-147.
- STAPELTON R., SUBRAHMANYAM M. (1977), « Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance », *Journal of Finance*, 32(2): 307-19.
- ULÉ M. (1937), « Price Movements of Newly Listed Common Stocks », *Journal of Business*, 10, 346-369.
- VISWANATHAN K. (1996), « Listing in the US Markets by Foreign Firms: Evidence on Return and Risk », *Advances in International Banking and Finance*, 2, 99-113.
- VERNIMMEN P., QUIRY P., LE FUR Y. (2005), *Finance d'entreprise*. 6^{ème} édition, Dalloz.