

s'appuyant les lignes directrices définies par le Fonds, a bien progressé.

Mais le FRR n'entend pas s'arrêter en chemin. Des progrès sont encore à faire, notamment sur la capacité d'analyse des résolutions par les gérants du FRR fondée sur le référentiel et non pas seulement sur les recommandations des « proxy providers » et aussi sur le développement du dialogue avec les émetteurs ; en effet, le texte des résolutions reste souvent mal rédigé et il est essentiel pour l'investisseur de comprendre le raisonnement stratégique développé dans la résolution.

De même, le dialogue reste essentiel pour expliquer les prises de décisions négatives lorsque les résolutions sont en contradiction avec les principes du FRR.

Enfin, le FRR s'interroge sur l'élargissement de ses Lignes Directrices aux préoccupations éthiques, sociales et environnementales du FRR en tant qu'investisseur socialement responsable.

Anne-Marie JOURDAN

Responsable de l'exercice des droits de vote

Mail : Anne-Marie.jourdan@fondsdereserve.fr

<http://www.fondsdereserve.fr/>

AVIS D'EXPERT

COTATION A NEW YORK : LA NOUVELLE EQUATION

Avec la présentation des nouvelles propositions de la SEC en matière de desenregistrement des « foreign private issuers » et de contrôles internes du reporting financier pour les sociétés cotées le 13 décembre 2006 à Washington, le panorama des cotations à New York (que ce soit le NYSE ou NASDAQ), s'est considérablement éclairci.

Sur les contrôles internes, la SEC propose de nouvelles règles relatives à l'évaluation du management des contrôles internes (Section 404 du Sarbanes Oxley Act of 2002). Le vide créé par l'absence de ces règles avait effectivement mis cette évaluation entre les mains des cabinets d'audit qui appliquaient purement et simplement les règles du Public Corporate Oversight Board (PCAOB). Ce changement de cap était devenu essentiel et s'appliquera tant aux sociétés américaines qu'aux sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis. Cette responsabilité est maintenant clairement entre les mains du management.

En ce qui concerne ces dernières, l'extension de la réglementation américaine aux sociétés étrangères avait créé une situation intenable en matière de desenregistrement, transformant le marché américain en un marché dont il était devenu effectivement impossible de sortir. La nouvelle proposition de la SEC consiste à utiliser un seuil de 5% du trading aux États-Unis par comparaison avec le(s) marché(s) primaire(s) de la Société. Ainsi, pour les sociétés françaises cotées au NYSE, le critère permettant le desenregistrement de la SEC sera la part de marché entre le NYSE et Euronext. Cela permettrait à la plupart des 18 sociétés françaises cotées au NYSE de se desenregistrer : seules les sociétés Total, Alcatel et Sanofi, leaders mondiaux dans leurs domaines, ont une part de leur marché boursier aux Etats-Unis supérieure à 5%. Leur pourcentage excède 10%.

Les Sociétés vont-elles effectivement procéder à cette radiation de la cote et à ce desenregistrement ? Ce serait limiter la motivation des sociétés européennes cotées à New York à une pure opération financière visant à accroître la liquidité du titre. Ayant pendant sept ans amené plus de 300 sociétés étrangères valant plus de 2 trillions de dollars au NYSE, j'ai découvert à quel point les motivations des sociétés sont diverses. En ce qui concerne les sociétés européennes, elles ont évolué. Lorsque les privatisations ont commencé en Europe, les marchés européens ne pouvaient à eux seuls suffire à la tâche et New York était indispensable. Au début de ce siècle, les choses ont commencé à changer. Avec des succès divers, d'importantes sociétés européennes comme Orange ou EDF ont levé des capitaux considérables sans être cotées ou enregistrées aux Etats-Unis. Depuis longtemps déjà, la motivation est essentiellement stratégique : politique commerciale, devise d'acquisitions, cotation des titres faisant l'objet de stock options et positionnement stratégique ont été au cœur des motivations des entreprises européennes.

La capacité de desenregistrement sur base du trading ne va donc pas provoquer un reflux massif de ces sociétés. Mais ce qui change est le rôle du marché de New York. De marché à vocation globale, la place de New York devient de plus en plus un marché national, même s'il est le plus grand du monde. L'actionariat et la liquidité des sociétés étrangères restent au niveau de 10% des portefeuilles américains toutes catégories confondues, et ce, depuis une dizaine d'années. Le changement, tant dans le marché des capitaux que dans le fonctionnement des banques d'affaires, explique également les décisions du NYSE et de NASDAQ de tenter d'acquiescer des bourses européennes, avec le soutien tacite des autorités européennes. C'est une

forme de reconnaissance de l'échec d'une politique globale de la place de New York.

Dans ce contexte, le critère principal de la décision de se désenregistrer, et pour de nouvelles sociétés, de s'enregistrer, tourne autour d'un axe principal : l'importance stratégique, commerciale ou industrielle du marché américain. Si un certain nombre de sociétés européennes cotées à New York n'ont pas de présence importante sur le marché américain, la grande majorité d'entre elles sont actives outre-Atlantique. Pour ces dernières, des lors, la décision sera essentiellement stratégique. Ce ne sera pas une recherche de globalité à New York, mais une recherche du marché intérieur américain.

Il faut des lors s'attendre à des désenregistrements de sociétés européennes peu actives aux Etats-Unis. Si l'on tient compte de l'importance d'une cotation pour les sociétés du continent américain ou des pays émergents, la zone de vulnérabilité pour le NASDAQ et le NYSE se situe principalement en Europe de l'Ouest. Cette part de leur liste représente environ 20% du trading des sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis. De nouvelles sociétés actives aux Etats-Unis prendront peut être la décision de se coter à New York. L'impact sur le NYSE et le NASDAQ, particulièrement en matière de volume de cotation,

risque donc d'être marginal. Mais l'important est que, maintenant, le marché américain soit ouvert comme marché national aux entreprises actives aux Etats-Unis, et que cette liberté existe dans les deux sens.

Si l'on y ajoute l'impact des nouvelles règles en matière de contrôle interne citées plus haut, il ne fait aucun doute que la SEC a pris des mesures importantes visant à limiter les dégâts d'une législation qui ne s'est appliquée aux sociétés non-américaines que parce quelques membres du Congrès Américain ont paniqué à l'idée que les nouvelles règles de gouvernance de Sarbanes Oxley amèneraient les sociétés... américaines à se réincorporer aux Bermudes ou sous d'autres cieux plus cléments. La réussite de ces mesures ne doit pas être estimée au nombre de désenregistrements qui auront lieu, mais au contraire, au nombre de nouvelles cotations sur la place de New York en provenance d'Europe.

C'est tout le défi de la mondialisation des marchés de capitaux qui est en jeu.

Georges UGEUX, Chairman and Executive Officer of Galileo Global Advisors, gugeux@galileoadvisors.com
Zina EL GHERIBI SCHMITZ, Senior Associate, zschmitz@galileoadvisors.com

POUR VOTRE INFORMATION

EM Lyon : l'Institut Français de Gouvernement des Entreprises (IFGE) dirigé par **Pierre-Yves GOMEZ** a lancé une consultation des principaux experts français du gouvernement d'entreprise pour présenter des mesures essentielles à mettre en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise. gomez@em-lyon.com

A Montréal, à l'initiative de **Mme Andrée de SERRES** directrice de l'Ecole des Sciences de la Gestion de l'UQAM et du doyen **Michel ROUX** (Université de Paris 13 Nord) a été créé le **GIREF** dont l'axe de recherche est « comment assurer et contrôler le respect de l'éthique en finance ? » Une « coalition pour la protection des investisseurs » a donné une conférence de presse le 16 novembre 2006 et a présenté un mémoire « Pour éviter un autre Norbourg... et voir au-delà » à la commission des finances publiques du gouvernement du Québec. Pour en savoir plus consulter www.giref.uqam.ca/representation.htm.

Le Centre Financier International (CFI) de Montréal publie un bulletin consultable sur www.cfintréat.com

Corporate Board Member Magazine publie en partenariat avec le Nasdaq, Weil Gotshal & Manges, PWC, FTI et Towers Perrin, un bulletin « Board Governance series » - www.boardmember.com.

AGENDA

L'association ADAPES et la revue Passages organisent au Palais du Luxembourg :

— Un colloque le **26 avril 2007** sur le thème « Pourquoi le co-développement ? » à l'instar du développement durable le co-développement a pour vocation d'harmoniser la mondialisation.

— Deux séminaires sur l'« entreprise face aux nouveaux défis » :

Le 23 janvier 2007 « transferts de technologie et préparation de l'avenir », avec le sénateur Philippe MARINI

Le 13 février 2007 « les contours de la nouvelle entreprises » avec le sénateur Jean ARTHUIS

Consulter : www.passages-forum.fr, Emile H. MALET directeur de la revue.

Institutional Investor et Schiffrin & Barroway organisent à Amsterdam le **15 mars 2007** «Rights & Responsibilities of Institutional Investors »: www.iiconferences.com

L.S.E. Financial Market Group, organise sa prochaine rencontre « corporate Governance at L.S.E. Research debate » le **8 février 2007** à Londres, dont le thème sera « shareholder democracy and the case for one share one vote » animé par Peter MONTAGNON d'ABI. Registraton : p.canning@lse.ac.uk, or : 0207 955 7002.

Du **24 au 28 janvier 2007** Réunion annuelle du **World Economic Forum**, avec la participation du Secrétaire général de l'OCDE. Davos, Suisse