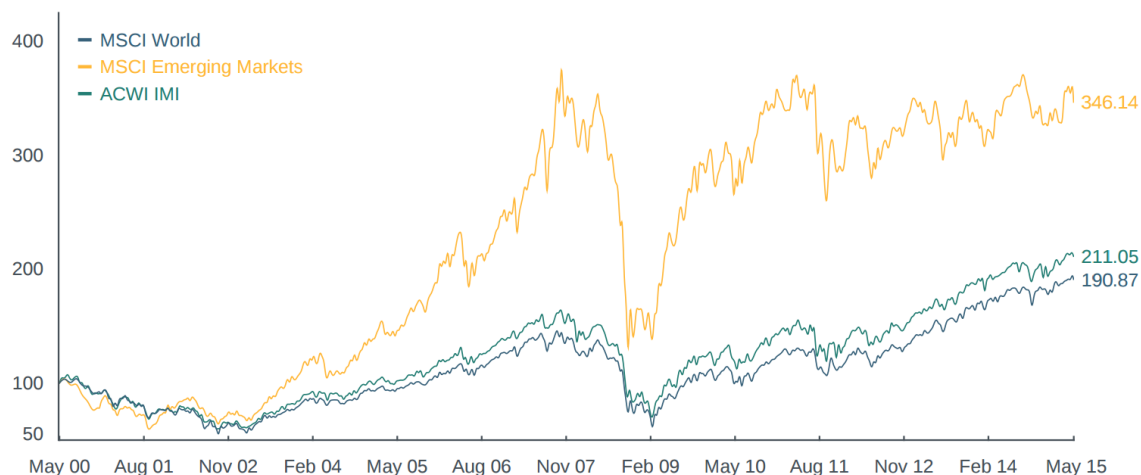

Annexe

ANNEXE 1 : LA PERFORMANCE DES MARCHÉS BOURSIERS

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (MAY 2000 – MAY 2015)



Unités : Axe des ordonnées : Rendement brut en US dollars(USD).

Source : https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-world-index.pdf

ANNEXE 2 : INDICE DE VOLATILITÉ AUX U.S

VIX (CBOE MARKET VOLATILITY)

14.51 +0.00 +0.00%



Unités : Axe des ordonnées : Prix pondéré en dollars du marché des « options » basé sur le S&P 500.

Source : <http://www.cboe.com/delayedquote/advchart.aspx?ticker=VIX>

ANNEXE 3 : INDICE DE VOLATILITÉ EN EUROPE

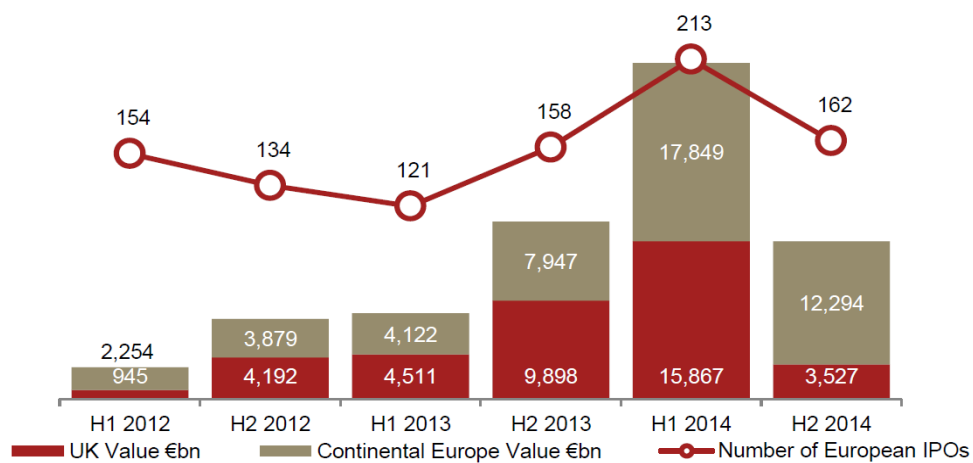


Unités : Prix pondéré en euros du marché des « options » basé sur l'EURO STOXX 50.

Source : http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=V2TX

ANNEXE 4 : ACTIVITÉS IPO EN EUROPE

Figure 3: Half year European IPO activity by value and volume



Source : http://www.pwc.co.uk/en_UK/uk/assets/pdf/ipo-watch-feb-2015.pdf

ANNEXE 5 : LES PROS & CONS DU MARCHÉ DES CAPITAUX

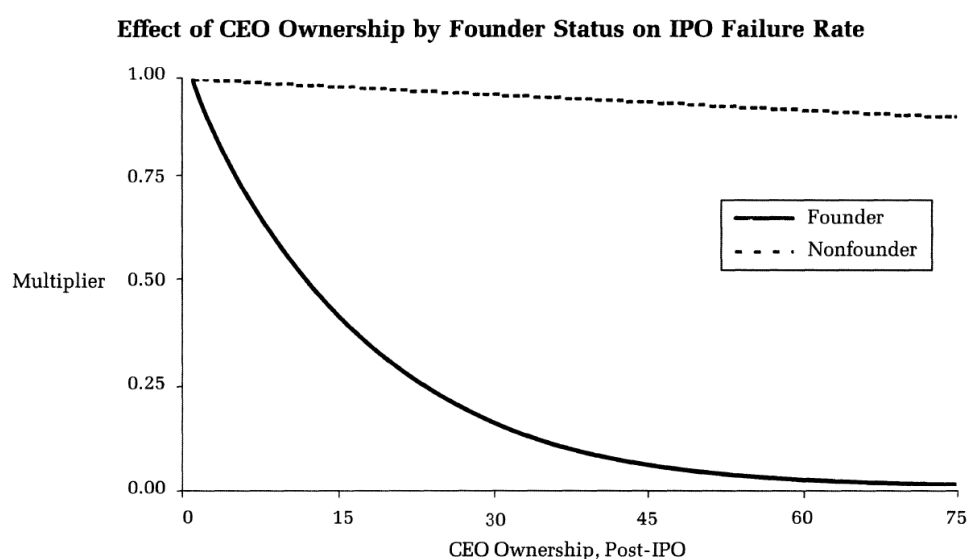
Going public

Pros	Cons
▶ Greater access to funds since company can return to public markets for additional capital and access alternative financing on favorable terms from private investors as well ▶ Provides a more liquid and diversified share capital base and a liquid currency for acquisitions ▶ Enhances prestige, brand image, public profile and credibility ▶ Facilitates future acquisitions of other businesses, which may be paid for at least partially in a public company's shares ▶ Achieves higher valuations than private enterprises since greater disclosure of information reduces uncertainty around performance and increases value ▶ Provides a potential exit strategy and liquidity for investors, owners and (or) shareholders ▶ Attracts, retains and rewards valued employees through share option plans ▶ Enhances benchmarking operations against other public companies from same industry ▶ Retains future upside potential in business ▶ Opportunity for reducing debt or refinancing	▶ Highly distracting and time consuming due to need for periodic reporting and investor relations ▶ High costs due to initial and ongoing expenses, including payments to external advisors for regulatory compliance and maintaining a listing ▶ Limits on management's freedom to act including need for approval of board or shareholders on many major matters ▶ Potential loss of control and privacy since there is a need to reveal highly sensitive information in public reports ▶ Shareholders' expectations can create pressure on management to perform ▶ Difficulty in recruiting good non-executive directors for board ▶ Limited window of opportunity of access to IPO markets so compromise on price may be necessary ▶ Corporate governance requirements include business process improvements and non-executive directors' oversight

Source :

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ernst_and_Young_guide_to_going_public/\\$FILE/Guide_to_Going_Public.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ernst_and_Young_guide_to_going_public/$FILE/Guide_to_Going_Public.pdf)

ANNEXE 6 : L'INFLUENCE DU STATUT ET DU POURCENTAGE DE PROPRIÉTÉ DU CEO SUR L'ORGANISATION



Source : Fisher et Pollock (2004, p 475)

ANNEXE 7 : EXEMPLES DE BIAIS PSYCHOLOGIQUE RETROUVÉS PAR DIFFÉRENTS CHERCHEURS

Study	Findings	Explanation
Loughran & Ritter (2002)	Managers exhibit mental accounting and anchoring	Managers want IPOs to be a success
Ben-David et al. (2010)	Managers are prone to excessive optimism, overconfidence	Managers become exuberant due to success
Heaton (2002)	Managers perceive own stocks to be undervalued	Excessive optimism
Graham (1999)	Managers perceive own stocks to be undervalued	Overconfidence
Roll (1986)	Takeovers are value-destroying on average	Overconfidence
Malmendier & Tate (2003)	There is a positive link between the number of takeovers and overconfidence	Overconfidence fosters deal-making
Porter & Singh (2010)	Managers overestimate synergies and underestimate costs	Excessive optimism and overconfidence
Jensen & Ruback (1983)	Takeovers are value destroying on average	Overconfidence
Andrade et al. (2001)	After takeover announcements, there is typically an initial stock decrease	Overconfidence
Landier & Thesmar (2009)	Entrepreneurs' forecasts are too optimistic	Excessive optimism
Statman & Tyebjee (1985)	Estimated costs of large projects are too low	Excessive optimism
Malmendier & Tate (2005)	Stocks of firms with CEOs that have won awards underperform	Diverted attention and overconfidence
Gitman & Forrester (1977)	Managers prefer IZF over NPV	Bounded rationality
Graham & Harvey (2001)	Firms often use a simple amortization method instead of NPV	Bounded rationality
Welch (2004)	Capital structure is not adjusted to price fluctuations	Bounded rationality
Graham & Harvey (2001)	Managers use book values instead of market values for capital structure targets	Bounded rationality
Graham & Harvey (2001)	Managers use the same discount rate for all projects	Bounded rationality
Statman & Sepe (1989)	Managers do not finish loss-making projects	Mental accounting and prospect theory

Source : Nguyen et Schüßler (2012, p 197)

ANNEXE 8 : GUIDE D'ENTRETIEN

• *Briser la glace*

*Se présenter (nom – mémoire UCL)

Bonjour, je suis étudiant à la Louvain School of Management en dernière année de master et je réalise un mémoire concernant la problématique suivante :

Comment une organisation peut-elle garder un œil sur les décisions stratégiques primordiales pour la santé de l'entreprise tout en gérant à la fois les effets post-IPO liés au marché boursier?

Pour ce faire, je conduis une série d'interview dans le but d'éclaircir mes hypothèses élaborées principalement à partir de ma revue de la littérature.

* Présenter les objectifs de l'entretien (qu'attendez-vous de la personne?)

Grâce à votre contribution et celle d'autres managers faisant partie de mon échantillon d'organisation, je tenterai d'apporter un meilleur guide aux équipes managériales voulant s'introduire en bourse en leur rendant compte des dangers à peser, mais aussi des éventuelles solutions pour assurer à long terme la bonne santé de l'entreprise lorsqu'elle traverse ce genre d'évènement transformationnelle.

* Présenter le plan de l'entretien

L'entretien se déroule comme suit :

Plusieurs séries de sous questions sont introduites, chacune reflétant un changement ou un danger lié aux IPO et affectant la structure de l'organisation, mais aussi le comportement des agents au sein de celle-ci sur base de mes recherches théoriques. Votre expérience sur le terrain est ensuite interrogée pour connaître votre point de vue pratique, vos anecdotes ou toutes informations que vous jugez pertinentes dans le cadre de mon étude.

Parmi les thèmes abordés, on retrouve :

- les régulations sur les marchés boursiers liées aux crises financières.
- La théorie de l'agence et l'écart entre le contrôle et la propriété de l'organisation.
- L'hétérogénéité de l'actionnariat et du conseil d'administration les représentant
- Les mécanismes de gouvernances
- Le comportement des agents/équipes managériales/CEO

* Garantir la confidentialité (si nécessaire)

Avant de réellement commencer l'interview, je tiens à dire que l'ensemble des faits racontés restera entièrement confidentiel et uniquement utilisés pour la réalisation de mon mémoire.

• **Questions**

1) Question biographique : présentation de l'interlocuteur

-Alors, premièrement, pourriez-vous décrire brièvement votre parcours professionnelle jusqu'à la place que vous occupez au sein de l'entreprise X aujourd'hui?

-Comment vous sentez-vous considérer dans votre travail au sein de l'organisation ?

2) Structure de l'organisation X

-Pourriez-vous me décrire l'organisation hiérarchique ?

-Comment se prennent les décisions managériales ?

3) L'évènement transformationnel-L'IPO

-Avez-vous déjà participé au processus transformationnel que représente l'IPO ? Si OUI, quelle expérience en avez-vous retiré? Si NON, quelle est votre opinion sur ce genre de processus ?

- Quand et comment s'est déroulé l'IPO pour l'organisation X ?

-Percevez-vous des stratégies adaptées au fait que l'entreprise est placée sur le marché boursier Euronext ? Quelles sont-elles ?

Ces stratégies affectent-elles l'organisation dans ses activités journalières ?

Quelle est l'ordre de priorité entre les stratégies liées aux performances de l'organisation sur le marché boursier comparée aux restes des activités de l'organisation ?

Ces stratégies peuvent-elles désorienter l'organisation du centre de ses activités, primordiales à long terme ?

4) Les influences liées à l'IPO

a) Les investisseurs

De quels types d'investisseurs (actionnariat) votre compagnie est-elle composée ? (venture capitalist, fondateur, fond d'investisseurs publics)

Comment ce type de propriétaire affecte les décisions/ stratégies que l'organisation entreprend ?

Est-ce que l'un de ces types spécifiques d'investisseurs ajoutent-ils de la pression dans le processus décisionnel ou non ? Comment ?

Lequel de ces investisseurs est le plus bénéfique pour la santé de votre organisation ?

b) La théorie de l'agence

En termes de prise de décision, quels outils l'organisation utilise-t-elle pour aligner les incitations du CEO ou de l'équipe managériale dirigeante avec celles des investisseurs/propriétaires ?

c) L'équipe managériale

-Depuis combien de temps les membres de l'équipe managériale travaillent-ils ensemble ?

-Ont-ils été remplacés durant ou à la suite du processus d'IPO ?

-Pensez-vous que l'équipe managériale aurait pu être affectée par des biais psychologiques les distrayant du centre de leurs activités afin d'assurer la bonne performance de l'entreprise sur le marché financier en privilégiant notamment les exigences des investisseurs sur l'image, le marketing, les résultats comptables,...

-Est-ce que le ou les fondateurs de l'entreprise font encore partie de l'équipe managériale ?

Si NON, pensez-vous que son influence aurait pu aider pendant ou après le processus d'IPO ?

Si OUI, quelle position occupe-t-il ? CEO ou non, est-ce que sa position a eu une influence positive pour le bien-être de l'organisation au statut public ? Devrait-il être CEO s'il ne l'est pas ?

Ou pensez-vous, au contraire, qu'un manager externe professionnel serait plus adéquat pour aider à gérer une entreprise publique ?

d) Le conseil d'administration

Est-ce que le conseil d'administration de l'organisation exerce un contrôle sur l'équipe managériale dirigeante /Top Management Team ? Comment ?

Quelle est la composition du conseil d'administration ? Principalement des directeurs internes (dépendant) ou externes (indépendant) à l'entreprise ? A-t-elle changé avant, durant ou après l'IPO ?

Comment cette composition spécifique aide ou affecte les décisions managériales de l'entreprise ?

Le Dual Leadership consiste à séparer le rôle de CEO et de président du conseil d'administration par deux personnes distinctes. Pensez-vous que cela puisse aider à mieux gérer ou gouverner une organisation cotée en bourse si l'on sait que la théorie de l'agence affirme que le conseil d'administration a un effet de contrôle sur l'équipe dirigeante et distinguerait donc le contrôleur-principal du gestionnaire-agent ? Pourquoi ?

e) Autres acteurs

On voit apparaître aujourd'hui une série de régulations à la suite des crises financières. Elles impliquent une intervention accrue du CEO/CFO dans les exigences et la responsabilité pour le processus d'IPO.

- Les régulations de plus en plus strictes affectent-elles positivement ou négativement l'organisation dans la gestion de ses activités durant le processus d'IPO? Pourquoi ?

- Est-ce que vous pensez qu'aujourd'hui l'IPO reste encore la meilleure façon de lever des fonds

• *Fin de l'entretien*

* Résumer les idées-clés

Si je résume rapidement vos idées, on peut dire que.....

* Quelque chose à ajouter ?

* Remerciement

ANNEXE 9 : ENTRETIEN AVEC MADAME AURÉLIE BULTYNCK, INVESTOR RELATIONS DIRECTOR, RÉALISÉE LE 12 MAI 2015

T- Bonjour, je suis étudiant à la Louvain School of Management en dernière année de master et je réalise un mémoire concernant la problématique suivante :

Comment une organisation peut-elle garder un œil sur les décisions stratégiques primordiales pour la santé de l'entreprise tout en gérant à la fois les effets post-IPO liés au marché boursier?

Pour ce faire, je conduis une série d'interview dans le but d'éclaircir mes hypothèses élaborées principalement à partir de ma revue de la littérature.

Grâce à votre contribution et celle d'autres managers faisant partie de mon échantillon d'organisation, je tenterai d'apporter un meilleur guide aux équipes managériales voulant s'introduire en bourse en leur rendant compte des dangers à peser, mais aussi des éventuelles solutions pour assurer à long terme la bonne santé de l'entreprise lorsqu'elle traverse ce genre d'évènement transformationnelle.

L'entretien se déroule comme suit :

Plusieurs séries de sous questions sont introduites, chacune reflétant un changement ou un danger lié aux IPO et affectant la structure de l'organisation, mais aussi le comportement des agents au sein de celle-ci sur base de mes recherches théoriques. Votre expérience sur le terrain est ensuite interrogée pour connaître votre point de vue pratique, vos anecdotes ou toutes informations que vous jugez pertinentes dans le cadre de mon étude.

Parmi les thèmes abordés, on retrouve :

- les réglementations sur les marchés boursiers liées aux crises financières.
- La théorie de l'agence et l'écart entre le contrôle et la propriété de l'organisation.
- L'hétérogénéité de l'actionnariat et du conseil d'administration les représentant
- Les mécanismes de gouvernances
- Le comportement des agents/équipes managériales/CEO

Avant de réellement commencer l'interview, je tiens à dire que l'ensemble des faits racontés restera entièrement confidentiel et uniquement utilisés pour la réalisation de mon mémoire.

Je vous laisse vous introduire, simplement pour décrire votre parcours professionnel jusqu'à la position que vous occupez aujourd'hui.

A- Je sors de la Louvain School of Management et j'ai commencé ma carrière chez Euroclear. J'y suis resté deux-trois ans et puis je suis entré chez Delhaize en 2005. En corporate finance d'abord. Donc tout ce qui était gestion de la dette, de ma structure du capital et puis je suis en relation avec les investisseurs depuis fin 2007 à différents niveaux. Maintenant je suis directeur du département. On est que deux donc c'est un petit département. Donc je suis chez Delhaize depuis 10 ans.

T- D'accord. Question un petit peu plus subjective. Comment vous sentez-vous considérer pour l'instant au sein de l'organisation.

A-En tant que relation investisseur ?

T- Oui dans votre position actuel

A- C'est une très chouette position parce qu'on a une vue très très large de la société puisque l'on a beaucoup de contact avec le management et qu'on doit représenter la société en externe donc il faut savoir bien raconté l'histoire de la boîte et en même de temps il y a tout le volet externe qui est être au courant de ce qui se passe dans l'industrie de la grande distribution. Dans le cas de Delhaize il y a l'Europe, mais il y aussi une grosse partie aux Etats-Unis. Donc, on est en contact très fréquent avec le management, on est aidé comme ça. Bon maintenant il y a beaucoup de chose qui se passe depuis hier par rapport à Delhaize.

T- On en touchera un mot peut-être par après. Pour l'IPO, est ce que vous avez déjà participé à ce genre d'évènements transformationnel ?

A- Non pour Delhaize c'est arrivé en 1962

T- Pas de soucis. Et vous avez une opinion positive, négative ou neutre par rapport à ce genre d'évènement.

A- Je dirais neutre parce que je ne l'ai pas vécue moi-même. Delhaize aurait sans doute jamais pu se développer autant sans passer par la bourse. Donc, c'est ce qui a vraiment permis à la société de passer d'une petite chaine belge à une multinationale avec ses contraintes aussi .

T- D'accord on va analyser ça par après. Mais d'abord on va peut-être voir la structure de l'organisation si vous savez me décrire brièvement la hiérarchie. Je sais qu'il y a une partie aux Etats-Unis et une partie ici. Je ne sais pas comment ça se passe exactement...

A- En fait, au niveau de l'Executive Comitee, je n'ai plus le mot en français. Le CEO est basé ici, il a rejoint le groupe il y a un et demi. Il est hollandais, Frans Muller. Et puis le conseil d'administration est composé de lui-même, du CFO qui est français lui, basé ici aussi et la troisième personne de l'Executive Comitee qui est basé ici c'est la personne en charge des ressources humaines. Et puis il y a un membre du Comitee Executive qui est basé aux Etats-Unis, CEO de Delhaize America et un membre qui est basé

en Grèce et qui lui gère tout ce qui est Roumanie, Serbie et Grèce. Donc, c'est nous ce qu'on appelle l'Europe du Sud-est.

Voilà donc il y a 5 personnes pour l'instant. A côté de ça, il y a le General Counsel qui supervise le département juridique qui lui n'est pas un membre du Comité Exécutif, mais il est là pour toutes les réunions importantes.

T- D'accord et donc au niveau managérial ça se passe comment ? C'est directement le CEO et puis après ça ? Par rapport à votre position ?

A- Ils se réunissent tous les mois. Nous on est en contact fréquent avec eux parce qu'on doit être au courant de beaucoup de chose pour pas raconter n'importe quoi au marché financier ; Mais leur relation avec nous c'est de manière assez informel. Donc s'il y a des choses importantes, ils sont juste ici dans ce bâtiment donc on les voit souvent et puis après il y a des choses plus formelles comme la préparation des résultats trimestrielles qui est assez formalisés parce qu'on se réunit X fois avant la publication des résultats. Il y a un call avec les analystes financiers le jour même donc cela suit une structure précise. Et puis alors il y a le conseil d'administration et là il y a onze personnes...

T- Le conseil vous m'avez dit 5 ?

A- Ça c'est le Comité Exécutif. Ils prennent les décisions relationnelles.

T- D'accord ce sont les dirigeants et on va parler du conseil d'administration un peu plus tard en fait. Et le general counsel ?

A- Il fait aussi partie du management.

T- OK d'accord. Donc l'IPO pour Delhaize, elle s'est déroulée en 1962. Est-ce que vous percevez aujourd'hui des stratégies adaptées au fait que Delhaize est cotée en Bourse ? Déjà votre position je suppose qui est spécifique à ça. Je veux entre autres des activités principales de Delhaize qui sont l'alimentation, les magasins...

A- Dans notre stratégie, on considère bien sûr les actionnaires comme l'une des parties prenantes. Donc, il y a évidemment le client qui est au centre de tous, mais il y a aussi les employés qui sont très importants et... Enfin, on a quatre piliers, le client d'abord, les employés, les communautés au sens large dans lesquelles on est implantés (les marchés sur lesquelles on est) et puis les actionnaires, ce sont les propriétaires de la société donc on a doit leur rendre des comptes par le biais des résultats trimestriels et on a quelques échéances importantes comme ça. Bien sûr, ça ne définit pas la stratégie de la société, le fait d'être coté en bourse, mais on prend ça en compte dans les décisions qui sont prises.

T- Il y a un ordre de priorité peut-être entre ces stratégies justement de performance du marché boursier, des investisseurs et puis d'un autre côté du développement qui sont un peu plus internes à l'entreprise, comme le développement de produits et le R&D ?

A- Et bien idéalement, c'est le rôle du département ici, c'est d'expliquer aux analystes financiers et aux investisseurs comment on voit la société à court, moyen, et long terme, ou est-ce qu'on veut se développer, comment est-ce que l'on va utiliser l'argent, ou est-ce que l'on va investir en priorité et à quoi on s'attend au point de vue return dans les différents marchés où l'on est présent. Donc, idéalement on essaie de ne pas surprendre le marché que ce soit positivement ou négativement avec des stratégies qui seraient différentes de ce que l'on a annoncé. Donc on essaie d'être plutôt transparent. D'être assez consistant avec une stratégie qui a été définie.

T- Mais au sein de l'organisation, il y a deux départements différents et il n'y a pas de bousculades entre ce qui se passe ici avec les investisseurs d'un côté et puis après ce qui se passe avec le reste des activités. C'est assez bien défini dans l'organisation ?

A- Pour savoir qui fait quoi ?

T- Oui. On va voir ça après, mais il y a peut-être parfois une distraction qui peut apparaître éventuellement dans le sens où il y a quand même une certaine pression sur le marché boursier à laquelle il faut faire attention et puis d'un autre côté il y a tout le long terme de l'organisation où il y a une grosse réflexion qui se fait à ce niveau-là.

A. Toutes les décisions de développement de produit sont laissées aux filiales. Donc si Delhaize en Belgique veut développer du choco sans huile de palme, nous on a rien à dire la dessus. Les décisions qui sont prises au niveau groupe, c'est combien chacun peut investir en sachant que l'on a 700 millions d'euros à investir pour l'année. Combien va aller aux Etats-Unis, combien va aller à la Belgique et comment chaque filiale défend ses projets. A la fin, il a des calculs d'NPV qui sont fait.

T- Donc la R&D ça se fait aussi pour chaque filiale séparément ?

A- Oui les activités ici ce sont uniquement les activités support qui sont communes à l'ensemble du groupe. Donc les relations investisseurs forcément, tout ce qui est consolidation comptable, les chiffres des filiales sont mis ensemble ici, les analyses sont faites ici. La trésorerie groupe est faite ici, il y a un département fiscales et alors des initiatives, par exemple, e-commerce, il y a des équipes ici, mais aussi dans les filiales. Donc ici c'est une structure assez légère quand même pour pas doubler les activités.

T- OK alors maintenant on va justement parler des investisseurs. Est-ce que vous seriez me décrire quel type d'investisseurs détiennent des parts/titres dans la société ? Il y a peut-être encore des investisseurs privés pré-IPO (venture capitalist, fondateur) ou alors des fonds d'investissement public. Seriez-vous décrire ?

A- Et bien la majorité ce sont des investisseurs institutionnelles. Anglais, américains, français aussi et belge. Maintenant c'est vrai qu'il y a encore une part qui est détenu par des particuliers. D'une par des gens comme toi et moi-individuelle et puis il y a encore une partie qui est détenu par des descendants de la famille Delhaize.

T- Vous avez des chiffres ?

A- Et bien en fait la manière dont cela fonctionne c'est qu'il faut déclarer sa participation au-dessus des 3% selon le statut de la société. Et donc en individuelle, il y en a aucun qu'il y a plus de 3%. Maintenant c'est fragmenté entre plusieurs branches de la famille, plusieurs générations et tout ça.

T- Dans le groupe des investisseurs institutionnelles ça fait plus ou moins combien de pourcent ? Est-ce qu'il y aurait 50% d'institutionnelles ?

A- Plus !

T- Donc majoritairement ce sont des investisseurs institutionnels

A- Ah oui oui...

T- D'accord. Ça c'est important et dans les particuliers ce sont des individuelles et alors est-ce qu'il y aurait aussi des personnes internes à l'entreprise qui détiennent un pourcentage de propriété ?

A- Oui en fait il y a une obligation, mais pour vraiment le top management d'avoir une certaine partie du salaire annuel dans les actions de la société. Mais là de nouveau personnes n'arrivent au seuil des 3%. Parce que 3% ça fait déjà beaucoup en euros.

T- Il y a des investisseurs institutionnels qui ont plus de 3% ?

A- Oui, il y en a quelques un qui sont obligés de se faire connaître. Le plus élevé est autour des 10%, il s'appelle Silchester, ils sont actionnaires depuis quelques années et puis il y a d'autre fond Blackrock,

je réfléchis à ceux qui sont au-dessus des 3%, mais ces des gros fonds comme ça, il y en d'autres qui sont juste en dessous des trois. Surtout des Anglo-Saxons en fait.

T- OK d'accord. Vous pourriez peut-être me dire comment ce type de propriétaire peut affecter les stratégies au sein de l'organisation ou en tous cas est ce qu'il y aurait certains investisseurs qui ont plus leur mot à dire que d'autres en fonction de leurs pourcentage, etc

A- Je pense qu'en pratique. Je n'ai plus le chiffre exact en tête. Mais je pense que c'est à partir de 3 ou 5% qui sont détenu qu'un actionnaire peut mettre un point à l'ordre du jour de l'assemblée générale. L'assemblée générale a lieu une fois par an, il y a tout une série de points à approuver que ce soit le dividende ou la nomination de certains administrateurs, le rapport de rémunération ou alors des décisions plus ponctuelles, mais on a vu pas chez nous, mais surtout dans les sociétés américaines que certains actionnaires prennent une position de 3, 5, 10% dans la société et force le conseil d'administration à changer ou le CEO à partir dans le cas de mauvaise performance boursière. Donc, nous on a pas eu ce genre de pression jusqu'à présent, mais ça peut toujours arriver. Voilà, il y a certains actionnaires avec qui on a des discussions, fin les actionnaires plus important on les voit de manière assez régulière.

T- Est-ce qu'il y en aurait qui apporte plus de positif dans la société que d'autres ?

A En général quand tout va bien on ne les entend pas beaucoup.

T- C'est plutôt quand quelque chose ne vas pas ?

A- Non, mais notre boulot c'est qu'ils comprennent la société, qu'ils adhèrent à la stratégie et puis bon de toute façon il y a toujours des gens qui achètent et qui vendent. On préfère des actionnaires qui sont là pour le long terme que des gens qui sont là pour ce faire de l'argent à très court terme, mais il y a les deux. Pour faire un marché, il faut forcément des gens qui achètent et des gens qui vendent. Donc voilà on voit plusieurs types. Il nous arrive aussi de voir pendant des années à chaque fois qu'on va à Londres tel investisseur parce qu'il faut le voir parce que c'est un gros fond et on voudrait qu'il investisse et qu'il n'investit jamais ou il y a des gens qui nous ont même pas passé un coup de fil et qui ont pris une position. Il y certains fond quand même, des fonds plus de type « log only » donc ceux qui peuvent uniquement investir sans faire du shortening qui veulent quand même avant d'investir avoir vu le management. Il y en a certains pour qui c'est un critère d'investissement d'avoir rencontré non seulement l'équipe investor relations, mais aussi le management de la société parfois plusieurs fois.

T- Maintenant, on vaait justement parler qu'il y avait un petit pourcentage détenu par des personnes internes à l'organisation. Il y a peut-être des outils qui permettent d'aligner en quelque sorte d'un côté les motivations de l'équipe managériale avec ceux des investisseurs pour qu'il y ait une certaine concordance entre les deux ?

A- Et bien au niveaux du management, la rémunération est composé d'une part du salaire annuel, il a ce que l'on appelle le short term incentive donc ça c'est le bonus qui est déterminé chaque année et donc chaque année en fonction du critère de performance est attribué ou pas et puis il y a le long term incentive qui est sur 3 ans et donc au bout des 3 ans en fonction de comment la société à performer par rapport à certains target qui avait été fixé au début de cette période, le management est rétribué par rapport à ça. Mais là cette composante long terme est vraiment aligner aux intérêts des actionnaires parce que les mesures qu'on utilise pour déterminer combien ils vont recevoir est basé sur une formule shareholder value qui regarde vraiment le cours de l'action sur les 3 ans.

T- ok il y aussi des contrats ou des choses comme ça ? D'autres outils ?

A- Les Stock-options ?

T- Voilà les stock-options c'est un outil qui assez intéressant et qui est parfois plus abordable que d'autres outils.

A-Oui oui, mais ça existe aussi à un niveau assez élevé de la société.

T- Ah ok autre choses dans les outils ?

A- C'est principalement ça je pense.

T- OK d'accord. Maintenant on va parler de l'équipe managériale. Vous vous êtes ici depuis 10 ans. Donc cela va être bien pour répondre aux questions. Je voulais savoir depuis combien de temps l'équipe est ensemble. Est-ce qu'il y a eu des changements au sein l'équipe managériale ?

A- Oui il y a eu pas de changements ces dernières années. Le CEO précédent est resté très longtemps dans la boîte. Lui était encore de la famille Delhaize même si il ne s'appelait pas Delhaize. C'était Pierre-Olivier Beckers. Il est parti fin 2013. Et donc avant le CEO actuelle c'était toujours quelqu'un de la famille qui était à la tête de la société. Donc le CEO que l'on a pour l'instant c'est le premier qui est non familiale. Et donc suite au départ de l'ancien CEO e bien forcément les équipes changent toujours. Donc si l'on regarde les 5 personnes dans l'équipe de management. Le CEO il est là depuis un an et demi, le CFO il est là depuis 3 ans, RH il est là depuis moins d'un an, le CEO américaine est là aussi depuis moins d'un an et alors le CEO de l'Europe du Sud-Est lui il est là depuis très longtemps. Il y a pas mal de changement en interne suite au départ de l'ancien CEO. Donc l'arrivée des nouveaux à pas mal renouveler l'équipe.

T- Est-ce qu'il y a eu une raison spécifique à son départ ?

A- Il était à depuis 30 ans dont 15 je pense en tant que CEO. C'était un peu le moment de passer à autre chose. Il est resté dans le conseil d'administration. C'est un des membres du conseil jusqu'à la fin du mois de mai maintenant puisque son mandat expire fin du mois de mai et il ne va pas demander à être renouvelé.

T- Ok d'accord. Maintenant on va parler d'un aspect un peu plus subjectif, mais au niveau de l'équipe managériale vous penser qu'il pourrait y avoir des biais psychologiques qui pourraient parfois distraire les activités de l'organisation notamment si elle est cotée en bourse contrairement à des organisations qui sont simplement privés.

A- Oui sans doute surtout si le management à des stock-options qui sont exerçable à partir de telle date.

T- Par exemple, est ce qu'il pourrait parfois y a voir une distraction, je parle vraiment de l'équipe dirigeante à ce moment-là des CEO etc. Par exemple, lorsqu'il rentre en bourse, une jeune entreprise ou plus vieille mais qui rentre en bourse. On va le voir après, il y a pas mal de régulations qui existent surtout après les crises financières qu'il y a eu et qui finalement protège les investisseurs et c'est une bonne chose, mais peuvent aussi freiner les organisations à rentrer en bourse parce qu'il ya beaucoup plus de responsabilisation, beaucoup plus de paperasse, d'administration, de choses à respecter ce qui demande une implication beaucoup plus grande du CEO, des équipes dirigeantes dans ce genre de processus ou dans le respect des régulations des marchés boursiers et qui peuvent peut-être parfois les distraire du reste des activités qui sont le cœur des activités, la base des activités ?

A- Oui c'est sans doute vrai. Maintenant pour moi c'est difficile de commenter parce qu'on a toujours vécu avec ça ici. Et qu'on a des équipes juridiques aussi aux Etats-Unis parce que la tout ce qui est paperasse c'est encore plus lourd. Mais on a des équipes qui veillent à surveiller toute ces règles de compliance, de disclosure pour les marchés. Mais bon nous ça fait tellement longtemps qu'on est en bourse qu'on ne pourrait pas imaginer différemment. Et bon y a rien à faire on regarde quand même le cours de bourse .Si on publie des résultats et que le cours chute voilà il y a de quoi se poser des questions. Et inversement quand le cour monte très fort c'est aussi. Voilà c'est un espèce de baromètre de la performance dont il faut parfois s'éloigner pour regarder à plus moyen terme et prendre les décisions qu'on croit être les meilleurs même si le marché n'apprécie pas toujours

T- Tout à fait. Très bien. On parlait du fondateur, pas du fondateur, mais en tous cas d'une personne qui a fait partie ou qui eut une certaine image au sein de l'entreprise pour ce qui représente, pour faire partie de la famille ou quelque chose comme ça. Est-ce que vous pensez que le fait d'avoir un fondateur au sein de l'entreprise est important pour gouverner, pour gérer la compagnie. Qu'il soit CEO est ce que c'est intéressant ou est-ce que vous pensez au contraire que lorsqu'une entreprise est cotée en bourse, il faudrait plutôt faire appel à un manager professionnel indépendant extérieur à l'entreprise ?

A- C'est une bonne question. Je pense que c'est quand même bien d'avoir un des fondateurs dans la société en tous cas au début et après l'introduction en bourse j'imagine. Parce que c'est sans doute quelqu'un qui aura beaucoup de passion. Maintenant l'idéal c'est sans doute de le mettre en équipe avec quelqu'un qui est plus rationnel ou financier ou qui peut-être si c'est une entreprise scientifique et qu'il y a un fondateur à la base d'une découverte scientifique qu'il met en bourse, mais il fera peut-être pas toujours attention aux coûts. Donc c'est bien, mais il faut qu'il soit entouré d'une équipe qui le cadre j'imagine. Mais ça peut inciter de la passion plus que quelqu'un qui est là pour redresser la boîte, couper un peu les coûts partout.

T- Voila et parce que justement il y aussi peut-être le fait que le fondateur à créer l'entreprise donc il a quand même un certain attachement à sa santé, au fait qu'il est petit peu l'architecte des stratégies de tout ce qui a été développée donc lui veut vraiment peut-être pas se concentrer comme vous dites sur le marché boursier, mais vraiment faire survivre l'organisation alors que peut-être que les CEO indépendants ont beaucoup moins d'attachement et sont juste là pour gérer en tant qu'agent.

A- Oui c'est vrai. Maintenant si l'on regarde pour l'intérêt des actionnaires, il vaut sans doute mieux pour eux d'avoir quelqu'un de la deuxième partie.

T- Pour le court terme ou le long terme aussi.

A- Normalement les deux.

T- D'accord. On va parler un peu du conseil d'administration maintenant. Il exerce un contrôle normalement sur l'équipe managériale. On peut peut-être donner une brève composition du conseil. Est-ce que c'est principalement des directeurs internes à l'organisation ou aussi externe ? les deux ?

A- Il y en a aucun qui est dirigeants employés à part l'ancien CEO qui était à la fois CEO et administrateurs.

T- Ah il était CEO et administrateurs pendant longtemps ?

A- Oui pendant toute sa durée de séjour je pense. Donc une quinzaine d'année. Et donc il a arrêté d'être CEO et il était au conseil d'administration et maintenant il va arrêter aussi ça. C'était une situation un peu particulière. Maintenant, tous les membres du conseil d'administration, il y en a aucun qui est dans la gestion de la société au quotidien.

T- Y sont donc externes à l'organisation, ils sont combien plus ou moins ?

A- Ils sont onze. Je vais prendre le rapport annuel parce que là on voit leur profil et tout ça. Oui donc ils sont onze, il y a un mélange d'européen et américain vu la composition de Delhaize qui a quand même des activités aux Etats-Unis. Ils se réunissent 9 fois par an donc plus ou moins tous les mois. Il y a plus de femmes qu'il y a quelques années parce que ça aussi c'est une règle à respecter je pense pour 2017 qu'il faut qu'un tiers du conseil d'administration soit féminin.

T- Est-ce qu'ils ont une composition qui est spécifique à la composition/l'hétérogénéité de l'actionnariat de Delhaize ?

A- Pas spécialement non. Il y a des règles d'indépendance à suivre donc il faut... On a certains membres du conseil d'administration qui ne sont pas indépendants comme par exemple l'ancien CEO n'était pas

indépendant, les autres membres de la famille ou certains membres qui ont été là depuis très longtemps au bout de deux mandats ne sont plus indépendants. Mais on essaie de suivre les règles de bonne gouvernance et d'avoir la grosse majorité qui est indépendant pour prendre les décisions avec un œil externes.

T- Alors maintenant, on parlait justement du CEO qui était aussi administrateurs, est ce qu'il était aussi, président du conseil d'administration ou pas ?

A- Non

T- Non OK. Parce qu'en fait ici il y a le dual leadership. C'est la séparation en deux personnes, d'une part le CEO et le président du conseil d'administration. On voit dans les livres théoriques que la théorie d'agence nous explique que le conseil d'administration est censé avoir un contrôle sur l'équipe managériale et joue un peu le rôle de policier. Est-ce que c'est le cas ici ? Est-ce qu'il y a une séparation entre le CEO et le président. Est-ce que ça a toujours été le cas ?

A- Je ne sais pas si ça toujours été le cas. Parce que c'était quand même une boîte très familiale avant.

T- Est-ce que quand il était CEO, il avait son mot à dire ? Il n'était pas président du conseil ?

A- Non, mais il était un des membres, un parmi d'autre.

T- Un parmi onze. Et est ce qu'au niveau des décisions, est ce qu'elles sont égales ou est ce qu'il y a quand même un... Normalement le dernier mot revient au président du conseil. Mais les décisions se font de manière équitable plus ou moins entre les onze personnes.

A- Alors je ne suis pas présente dans ces conseils d'administrations. Donc je ne connais pas particulièrement le déroulement interne. Je pense qu'il y a de temps en temps des débats sur certains points, mais effectivement je pense que c'est souvent le président qui a le dernier mot.

T- Ok est ce que vous pensez que c'est une bonne chose en tous cas pour des organisations qui sont cotées en bourse qu'il y ait une séparation entre l'équipe managériale qui va plutôt s'occuper de la gestion de l'entreprise et d'un autre côté le conseil d'administration qui joue le rôle on dit de monitoring, le contrôle la surveillance de l'organisation. Qu'il y ait une séparation entre les deux pour justement qu'il n'y ait pas un mélange des idées et finalement qu'il y ait finalement deux opinions différentes avec justement des conseils d'administrations de personnes indépendantes ?

A- Oui c'est une bonne chose. Maintenant, il faut que la composition du conseil soit bien faite. Nous on n'a pas d'actionnaires qui nous ont dit on veut un représentant dans votre conseil. Mais ça peut exister si un actionnaire a une grosse partie de la société il pourrait l'exiger. Mais c'est pas mal d'avoir un conseil qui reprend un mélange entre des européens et des américains. Certaines personnes ont quand même de l'expérience dans la grande distribution, pas toujours la grande distribution alimentaire, mais les produits de consommation.

T- Donc il y en a qui ont déjà travaillé dans des organisations alimentaires, etc

A- oui

T- OK. Et leur but est bien de représenter les actionnaires. Ils sont un peu les voix portantes des investisseurs ?

A- En théorie oui.

T- En théorie ? C'est le cas ?

A- En principe oui quand même. Maintenant, je pense que eux non plus ne regarde pas le cours de bourse chaque jour, mais c'est peut-être pas ce qu'il doit faire, mais...

T- C'est un mélange des deux je pense. D'une part, la stratégie interne de l'organisation et puis il y a le marché boursier. Faut savoir peser les deux. Ok, maintenant je vais encore vous poser deux questions et après ç a on aura fini. C'est des questions qui sont un peu plus personnel pas par rapport à Delhaize, mais votre avis en tant que investor relation director. Donc c'est justement concernant les régulations, on a vu apparaître notamment en 2002, la Sarbannes-Oxley aux US et puis on a vu Dodd Frank act qui est apparu en 2010 à chaque fois après une crise financière. C'est régulations comme on l'a dit, elles sont très strictes et elles ont un impact conséquent sur les organisations qui sont cotes en bourses au niveau de la responsabilisation, mais aussi de toutes les exigences. Est-ce que c'est une bonne chose ou est ce qu'est c'est justement un peu un frein à la volonté de vouloir encore aujourd'hui s'introduire en bourse ?

A- C'est sans doute une bonne chose, mais c'est vrai que ça rajoute quand même pas mal de complexité où tout doit toujours être vérifié et approuvé par 36 personnes donc ça peut ralentir certaines choses, ça alourdit tout le processus.

T-Oui on voit par exemple que le temps que cela met aujourd'hui a doublé en même pas 5-6 ans.

A- Le temps pour quoi ?

T-Pour réaliser, le prospectus, les road shows. Tout le processus d'IPO a doublé en termes d'horizon temporelle comparé à avant.

A- C'est vrai que parfois on se dit que le juridique a finalement une importance plus grande que l'opérationnelle ou le financier. Dès fois c'est vrai que c'est lourd donc je peux comprendre que cela mettent un frein à certains qui considèrent d'entrer en bourse.

T- Et aujourd'hui au sein de Delhaize est ce que vous le ressentez est ce qu'il y a des exigences en plus que vous n'aviez pas avant et qu'il faut respecter en étant sur le marché boursier simplement ?

A- Non c'est lourd depuis le temps que je suis là, mais c'est vrai que parfois on se dit que cela pourrait être fait de manière plus simple. Et puis le fait d'être en plus coté à la bourse américaine.

T- Vous êtes coté sur quel marché ?

A- New York Stock Exchange. Parce qu'on a un programme d'ADR. American Depositary Receipt. C'est historique parce que Delhaize aux Etats-Unis c'est une acquisition que l'on a fait dans les années 70 et que l'on a beaucoup développée depuis. Mais il y avait des actionnaires historiques qui détenaient des parts des sociétés que l'on a aux US, des actionnaires particuliers. Et donc on a encore une base de l'actionnariat d'environ 8-9% de notre capitalisation boursière qui est en fait des actionnaires particuliers aux US qui sont des gens qui sont actionnaires depuis vraiment très longtemps de FOOD LIONS soit nos deux chaînes aux US. Donc on est coté en bourse aussi pour tout ce qui est stock-options pour le management américain, ça se fait par le biais des ADR. Et donc tout ça fait que l'on est aussi coté en bourse aux US. On a de la dette en dollars et donc qui passe par là aussi et cela alourdit encore plus tout ce qui est reporting et obligations juridiques.

T- Et peut-être que l'on le ressent plus aux Etats-Unis qu'en Belgique ?

A-Oui, mais bon comme on est vraiment ici au groupe, on ressent vraiment ça.

T- Oui vous le percevez directement. OK alors une dernière question concernant les souscripteurs-underwriter aux US qui sont essentielles pour l'introduction aux marchés boursiers puisqu'ils ont un réseau assez important d'investisseurs et ils ont établi une certaine confiance avec eux, ils ont des relations avec eux depuis de nombreuses années. Ce qui pousse les investisseurs à se tourner en général vers ces underwriters qui ont une certaine renommée, une certaine reconnaissance. Est-ce que vous pesez par contre au contraire que le fait qu'ils demandent des frais assez important, surtout s'ils sont extrêmement connus, il y a des banques institutionnelles pour ça qui sont assez forte. Est-ce que vous

pensez qu'aujourd'hui l'IPO reste encore la meilleur façon de lever des fonds ou est ce qu'il y a d'autres façons comme l'acquisition, les joint-ventures, etc. D'autre manière de se développer.

A- Avec les taux d'intérêts très bas aujourd'hui j'imagine que l'IPO n'est peut-être pas forcément la meilleure solution puisque l'on peut emprunter à des taux très très bas. Maintenant ça dépend de quel montant on parle.

T- Et bien si l'on considère des entreprises multinationales, plutôt grosse donc des investissements très important.

A- Oui cela paraît un peu inévitable.

T- Donc ce serait plutôt des plus petites organisations pour qui s'est moins intéressant, mais pour les grosses c'est important.

A- C'est quand même un accès au capital énorme.

T- Ok vous avez peut-être quelque chose à rajouter par rapport à ma question de recherche qui est d'essayer de gérer cette influence dont on parlait entre les marchés boursiers d'un côté, les activités de l'organisation de l'autre. Est-ce qu'il y a des façons de faire que vous recommander ? N'importe quel avis, tout ce que vous jugez pertinent ?

A- Essayer que les deux soit en ligne. Donc que le marché financier comprennent et approuvent ce que l'on essaye de faire dans l'activité day to day opérationnelle pour que cela ne devienne pas un poids de devoir justement se justifier aux marchés financiers . Bon y a tout ce qui est road shows et tout ça parce que l'on en fait beaucoup même hors IPO, on fait beaucoup de road show nous pour voir les actionnaires potentielle ou existant essayer de leur expliquer au maximum ce que vous faites ce que vous voulez faire, comment vous voyez la société se développer. Voilà c'est une obligation, mais c'est intéressant parce qu'en même temps on apprend toujours de discuter avec les gens et eux connaissent très bien les marchés aussi.

T- Ok en tous cas merci beaucoup pour votre aide.

ANNEXE 9 : ENTRETIEN AVEC MADAME CÉLINE DONNET, INVESTOR RELATIONS, RÉALISÉE LE 11 MAI 2015

T- Bonjour, je suis étudiant à la Louvain School of Management en dernière année de master et je réalise un mémoire concernant la problématique suivante :

Comment une organisation peut-elle garder un œil sur les décisions stratégiques primordiales pour la santé de l'entreprise tout en gérant à la fois les effets post-IPO liés au marché boursier?

Pour ce faire, je conduis une série d'interview dans le but d'éclaircir mes hypothèses élaborées principalement à partir de ma revue de la littérature.

Grâce à votre contribution et celle d'autres managers faisant partie de mon échantillon d'organisation, je tenterai d'apporter un meilleur guide aux équipes managériales voulant s'introduire en bourse en leur rendant compte des dangers à peser, mais aussi des éventuelles solutions pour assurer à long terme la bonne santé de l'entreprise lorsqu'elle traverse ce genre d'évènement transformationnelle.

L'entretien se déroule comme suit :

Plusieurs séries de sous questions sont introduites, chacune reflétant un changement ou un danger lié aux IPO et affectant la structure de l'organisation, mais aussi le comportement des agents au sein de celle-ci sur base de mes recherches théoriques. Votre expérience sur le terrain est ensuite interrogée pour connaître votre point de vue pratique, vos anecdotes ou toutes informations que vous jugez pertinentes dans le cadre de mon étude.

Parmi les thèmes abordés, on retrouve :

- les régulations sur les marchés boursiers liées aux crises financières.
- La théorie de l'agence et l'écart entre le contrôle et la propriété de l'organisation.
- L'hétérogénéité de l'actionnariat et du conseil d'administration les représentant
- Les mécanismes de gouvernances
- Le comportement des agents/équipes managériales/CEO

Avant de réellement commencer l'interview, je tiens à dire que l'ensemble des faits racontés restera entièrement confidentiel et uniquement utilisés pour la réalisation de mon mémoire.

Pourriez-vous brièvement vous décrire, décrire votre parcours professionnel jusqu'à la position que vous occupez aujourd'hui au sein de GBL.

C-Moi je suis assez nouvelle, ça fait même pas 6 mois que je suis là. Et donc auparavant, ça fait 11 ans que je bosse. Et j'ai été analyste elside pour Petercam dans l'immobilier. Puis je suis partie à Londres chez un client et puis j'étais analyste byside pendant deux ans et puis je suis revenue chez Petercam pendant un peu plus de 5 ans jusqu'à il y a très récemment où là j'étais responsable de l'équipe immobilière et plutôt en charge de tout ce qui était sales. Donc je n'ai jamais, c'est ma première fonction investor relations. Mais j'ai souvent été confronté au métier par le passé.

T- Et au sein de l'organisation, vous y êtes maintenant depuis plus ou moins 6 mois, comment vous sentez-vous considérer au sein de votre travail dans l'organisation.

C-Bien. C'est assez central, car je dépends du directeur financier, mais je suis quand même assez souvent en contact avec les deux administrateurs délégués. Et je dois souvent être au courant de pas mal de truc donc je suis dans beaucoup de comité et autres que l'on peut avoir en interne. Donc voilà c'est assez complet.

T- D'accord et au niveau des IPO vous n'avez jamais participé à une introduction en bourse.

C-Non.

T- Vous avez une opinion sur l'évènement ?

C-Pas du tout dans la fonction que j'occupe maintenant.

T- Vous étiez peut-être dans une autre entreprise qui a traversé une IPO auparavant

C- Non pas qui a traversé, mais Petercam était souvent dans les syndicats munition et autres.

T- D'accord. Vous avez une opinion sur l'introduction en bourse négative, positive, neutre ?

C- J'ai qu'un vrai exemple donc je crois qu'il n'est pas très représentatif donc je ne suis pas sûr qu'il vaille la peine de le mentionner. Et chez GBL non je n'ai pas été confronté.

T- Alors au niveau de l'organisation hiérarchique ici, vous pourriez peut-être décrire brièvement, on va dire, l'échelon supérieur. Comment il est composé ?

C- Alors déjà on n'est pas beaucoup. On est 40 en tout et pour tout incluant toute les assis et autres. On a deux administrateurs délégués qui sont Ian Gallienne et Gérard Lamarche. Et puis en dessous, il y a le directeur financier, le directeur des participations et le directeur responsable de tout ce qui est juridique. Et puis en dessous, c'est relativement horizontal.

T- Ok et donc au niveau des décisions managériales au sein de l'organisation ça se déroule comment, c'est qui qui est au commande ?

C- Et bien c'est les deux administrateurs délégués qui ont la décision finale et tout dépend du type de décision. Y en a qui nécessite l'accord du conseil d'administration aussi.

T- Voilà on va venir juste après. Alors ici, il y a eu une IPO, je ne sais pas si vous savez décrire quand est ce qu'elle a eu lieu ? Pour l'organisation de la holding financière GBL. Quand est-ce qu'elle est rentrée sur le marché boursier ?

C-La société a été créée en 1902 et elle est cotée en bourse depuis 1956. Donc je n'ai aucune idée.

T- Non c'est juste pour donner un horizon plus ou moins. Donc c'est très vieux. D'accord. Est-ce que vous percevez des stratégies qui sont mise en place pour la performance de vos actions sur le marché boursier. Vous êtes une holding financière. D'abord, pourriez-vous décrire le rôle de l'entreprise ce qu'elle fait exactement.

C-Donc notre rôle est de prendre des participations dans des sociétés majoritairement cotée et d'y exercer un rôle d'actionnaires actifs et responsable et donc de faire croître la valeur des participations dans lesquelles on investit.

T- Mais vous êtes vous-même cotée en bourse ?

C- Et on est nous-même cotée en bourse.

T- Donc c'est une situation un peu particulière ici. En général, ce que j'analyse c'est des sociétés qui ont une activité hors-financière Bpost, Delhaize, le groupe pharmaceutique UCB et qui en même temps d'avoir gérer leurs actions, gérer la performance de leurs actions, un certain travail marketing autour de ça, des résultats comptables à fournir aux investisseurs. Est-ce que vous vous percevez par rapport à l'investissement que vous faites dans les entreprises et votre propre performance de vos actions à vous une différence par rapport aux stratégies ? Est-ce qu'il y a des stratégies spécifiques simplement pour vos investisseurs à vous de GBL directement et vous-même en tant qu'investisseurs pour d'autres entreprises ?

C-Oui et bien c'est tout à fait différent en fait. Nous pour nos investisseurs, on communique nos résultats. En effet, il y a toute la communication autour de l'assemblée générale par exemple. Et puis après au niveau de nos investissements, on est actionnaires dans une société cotée, on a un peu rien avoir avec ce qu'eux même font. Si ce n'est, je peux vous le dire, parce qu'on le regarde pas mal pour le moment, on voit qu'ils sont quand même plus actif, que ce soit au point de vue marketing et autres puisqu'ils ont aussi une vraie activité industrielle ce que nous on n'a pas vraiment. Et donc nous souvent on se base sur la communication qui est faite de leur côté, nous on ne va jamais aller en dire plus. On a grosse séparation qui est en cour en ce moment, c'est Lafarge qui se rapproche d'Holcim, une fusion entre les deux. Et la effectivement si on a des questions, moi je ne vais pas aller raconter quelque chose qui est tout à fait à notre sauce. On va se caler vraiment sur leur communication à eux pour des raisons de prudence et autres. Je sais que pour ça, je ne sais pas si ça vous aidera pour votre mémoire, mais on est un type de société très particulier.

T-Oui, mais c'est pour ça que c'est intéressant aussi de voir d'autres organisations qui gèrent différemment. Par exemple, ici j'avais une question qui concerne justement dans ces stratégies que vous avez d'un point de vue de l'investissement que vous faites, mais aussi de vos investisseurs à vous s'il y

a un ordre de priorité dans les activités stratégiques. Est-ce que vous ne ressentez pas parfois une distraction aux niveaux de vos propres investisseurs à vous et de ce que vous faites comme investissement. Est-ce qu'il n'y a pas parfois un déboussolement entre les deux ou les activités sont vraiment très claires ?

C-Ca j'avoue que c'est assez claire puisque tout ce qui est investissement ce n'est pas dans mon département que c'est gérer. Je dis là-bas parce qu'ils sont localisés là-bas mais donc c'est le département des participations qui gèrent vraiment nos investissements. Et c'est eux qui gèrent de A à Z ce côté-là et donc en fait notre corps de métier. Ici en fait on est au département financier et ma fonction dépend directement du département financier et moi mon job premier c'est vraiment d'être en interaction avec nos actionnaires à nous. Moi je m'occupe de nos actionnaires à nous et eux s'occupent vraiment de gérer les participations et d'être en contact avec les sociétés.

T- D'accord. Donc c'est assez bien structuré ici dans l'organisation. Donc que vous ne pensez que cela pourrait désorienter l'organisation.

C- Non pas dans notre cas.

T- OK. Est-ce que justement vous pensez que comme vous êtes une financial holding, ça pourrait justement vous aider puisque vous êtes déjà basé dans tout ce qui est financement, ... Est-ce que ça n'aide pas justement comparé à d'autres organisations qui ont une industrie dans laquelle ils travaillent, ça ne vous aiderait pas justement à gérer vos investisseurs à vous puisque vous êtes déjà dans ce monde-là ou est-ce que vous pensez que c'est plus ou moins équivalent pour toutes organisations ?

C- Honnêtement moi je pense qu'il n'y a pas de différence. Ce n'est pas qu'on est favorisé ou défavorisé de par notre activité. Le job il est le même, de parler avec nos actionnaires, là-dessus je pense qu'il n'y a pas d'impact.

T- D'accord. Oui je vais poser maintenant une question par rapport aux investisseurs plutôt. Si vous pourriez peut-être décrire quels types d'investisseurs vous avez. Donc est-ce que vous avez encore des investisseurs privés à l'entreprise, venture capitalist, le fondateur peut-être, mais aussi des fonds d'investissement public. Des investisseurs institutionnels ou des investisseurs individuels.

C-Oui et bien déjà on a un actionnariat spéciale dans le sens où 50% est détenu par Pargesa qui est une société suisse contrôlée par la famille frère et la famille Desmarais.

T- Et vous avez aussi le groupe Canadien aussi ?

C- Oui, mais c'est eux la famille Desmarais. Oui, Power Corporation du Canada, c'est la famille Desmarais.

PAUSE

T- Donc on en était aux investisseurs majoritaires.

C- Et bien donc il y a les deux familles qui via plusieurs véhicules, c'est un peu une chaîne de holding détiennent 50% de GBL. Et puis pour le reste on a fait une étude actionnariale, il y a pas très longtemps. Et je dirais que l'on a un actionnariat privés qui est de l'ordre de 7% donc ce qui veut dire que tout le reste est institutionnel. Et dans ces institutionnelles, il y a un petit peu de fonds souverains, pas énormément, plus ou moins 3% et puis tout le reste c'est un peu de private banking en Belgique puisque ça on en fait des privés et puis alors tout ce qui est fonds institutionnelles, les classiques. Les deux principaux sont des fonds américains qui s'appellent fortress eagle et artisan et qui détiennent chacun de l'ordre de 2,5 à 3 %. Et puis après c'est de plus en plus petit.

T-Ok alors est ce que vous pensez qu'il y a un certain types de propriétaires ou d'investisseurs de votre entreprise qui influent plus fortement que d'autres sur les stratégies, les décisions au sein de l'organisation ? Peut-être forcément ceux qui détiennent plus d'actions.

C- Oui, nous on est contrôlé par essence vu qu'il y a ce véhicule suisse qui détient 50 %. On est un véhicule contrôlé donc si les familles décident de faire quelque chose ce sera fait. On a clairement un contact privilégiés je vous parlais des deux fonds américains qui sont actionnaires depuis super longtemps, c'est nos plus gros actionnaires individuelles entre guillemet. Et donc oui, on les voit chaque année aux Etats-Unis et on écoute ce qu'ils ont à nous dire.

T-Voilà justement en termes de prise de décision au sein de l'organisation est ce que vous utilisez certains outils pour aligner leurs objectifs, leurs motivations avec celles de l'équipe managériale qui gèrent en fait l'organisation. Est-ce qu'il y a certains contrats ou bien n'importe quels outils pour respecter finalement les décisions aussi des investisseurs. On va voir après avec le conseil d'administration qui sont normalement la voie portante, le porte-parole des investisseurs. Est-ce qu'il y a certains outils que vous utilisez ?

C- La dessus je vous conseillerais de regarder dans notre rapport annuel. Oui on applique tout ce qui est charte de bonne gouvernance, mais des contrats et ce genre de truc non. On a quatre administrateurs qui eux représente les actionnaires minoritaires entre guillemet. On a des choses assez classiques, mais voilà qui est décrite ici dans notre rapport annuel. Mais de nouveau on est un groupe contrôlé et c'est tout à fait public donc le conseil d'administration est contrôlé par les familles et voilà, mais néanmoins il y a d'autres actionnaires qui sont bien évidemment tenu en compte et là où il y a toute l'importance contre les règles des conflits d'intérêts, si les familles sont liées à un deal, elles doivent sortir des décisions, mais il y a plein de règles, mais tout est décrit là dedans et c'est la charte de gouvernance, enfin le code Luypens comme il s'appelait à l'époque qui est suivit à la lettre. Je peux vous donner un exemplaire.

T-Je vais en prendre un après merci.

C- Mais voilà il y a rien de spécifique à notre société puisque l'on suit les règles de bonne gouvernance qui sont en cour en Belgique sachant qu'on est une société contrôlée.

T- Maintenant si l'on en vient plutôt au management de l'organisation. Vous êtes ici depuis plus ou moins 6 mois est ce que vous avez si jamais l'équipe a beaucoup changé ou elle reste la même depuis un certain temps

C- Il y a eu un gros changement début 2012 où les deux anciens administrateurs délégués ont été remplacé par les deux actuels et donc là il y eu une nouvelle stratégie qui a été mis en place et autres depuis ce moment-là. Et pour le reste, le directeur financier a changé plus ou moins en même temps que moi je suis arrivée il y a 6 mois et voilà sinon les gens ont tendance à être là depuis un bon petit bout de temps.

T- Donc c'est plutôt au niveau du haut de l'échelle qu'il y a eu des changements ?

C- Et bien les deux anciens administrateurs délégués sont arrivés à l'âge de la retraite, c'est aussi simple que ça et ils ont été remplacés je pense que ça faisait 15 ans qu'ils étaient là.

T- Et le directeur financier ?

C- Et le directeur financier lui il est repassé au département des participations.

T- Ok d'accord. Maintenant c'est une question un petit peu plus subjective, psychologique. C'est un simple avis que vous pouvez donner. Est-ce que vous pensez que l'équipe managériale aurait été ou pourrait être influencé par des biais psychologiques qui les distraient du reste de leurs activités. Donc maintenant c'est vrai qu'ici c'est une holding financière donc c'est un cas un peu particulier. Mes questions ne sont pas toujours exactes pour ce type de société. Est-ce que vous pensez que si vous avez

une organisation qui est coté en bourse qui a une partie performance des actions et que de l'autre côté il y a un travail à faire au niveau du développement des produits, au niveau du R&D. Est-ce que vous pensez qu'au niveau de l'échelon, ils peuvent parfois être un peu distrait surtout si on sort d'une IPO donc où là il y a un gros travail à faire, y a des road shows à faire, une grosse pression sur les premières années, en tous cas dans le court terme.

C- Honnêtement chez nous. Ben oui...

T- Je ne parle pas spécialement de votre organisation, mais de votre point de vue à vous. Même d'autres organisations.

C- Et bien oui dans le cas d'IPO c'est des choses super lourdes. Il ne faut même pas spécialement d'IPO, mais aussi d'augmentation de capital, de fusion.

T-Tout des événements transformationnels finalement ?

C- Je pense que oui ça peut avoir un impact, il faut avoir des bonnes équipes à ce moment-là pour compenser le fait que le management est sur la route et autre.

T- Au niveau des fondateurs, le fondateur de l'entreprise...

C- Et bien c'était il y a longtemps donc il n'est plus là.

T- Il n'est plus là. Est-ce que vous pensez qu'il a eu une influence importante

C- Moi je n'en sais rien parce que la société a fort changé. En fait, Albert a racheté avec les canadiens en 1982. Il a pris le contrôle de GBL en 1982 et la société était tout à fait différente avant. C'est là que lui a mis sa stratégie et autres depuis 1982 donc oui clairement lui a eu un impact à partir du moment où il a pris le contrôle.

T- Ok. Est-ce que vous pensez encore une fois dans le cadre d'organisation qui sont cotés en bourse qu'un fondateur reste le CEO de l'entreprise où est-ce que vous pensez qu'il faudrait plutôt faire appel à des managers professionnels venant de l'extérieur pour gérer l'équipe quand elles sont dans des marchés boursiers ?

C- C'est au cas par cas. C'est un peu dur de dire.

T- On voit par exemple que les fondateurs peuvent avoir une influence positive sur l'équipe parce qu'ils travaillent avec depuis de nombreuses années, il a une certaine image au sein de l'organisation, apporte une certaine confiance. C'est aussi l'architecte de l'organisation, c'est lui qui a créé la stratégie. Il a peut-être une volonté plus grande à la survie de l'organisation et pas simplement à sa performance financière.

C-Oui nous on a eu le cas. Albert Frère, il a pris sa retraite, il y a quelques mois, 3 mois, et on a eu des questions et clairement c'était une image de la société. Voilà en l'occurrence, il a 89 ans donc c'était un peu justifié qu'il s'en aille, mais non je pense que quand la personne a les capacités pour c'est plutôt un plus d'avoir le fondateur qui est toujours là, mais surtout dans des sociétés très spécialisées, si l'on est excellent en bio Tech, on a trouvé des super produits puis on amène la société en bourse, mais on a aucune capacité d'un point de vue financier pur. Donc ça dépend un peu, mais en général oui j'aurais tendance à dire que c'est plutôt pas mal.

T- D'accord, maintenant on va parler du conseil d'administration de GBL donc ils exercent effectivement un contrôle sur l'équipe managériale. De quelles façons ?

C- C'est eux qui prennent les décisions. Les grosses décisions stratégiques sont prises en conseil d'administration.

T- D'accord et comment ça se passe. Chacun à son mot à dire ou bien il y a des discussions qui se font ?

C- Moi j'y assiste pas au conseil, mais oui c'est des discussions fin il y a pas mal de documents qui sont fourni pour alimenter les discussions. Si ce n'est que de nouveaux par notre structure d'actionnariat, on a un comité permanent qui est toujours préliminaire au conseil d'administration et qui représente les familles uniquement et si ce comité permanent décide de quelque chose à priori cela sera accepté en conseil d'administration aussi. Vu qu'ils ont la moitié au conseil d'administration.

T- D'accord et s'est composé de directeurs internes à l'entreprise ?

C- Non il y a juste les deux administrateurs délégués et c'est tout.

T- Et ils sont juste deux.

C- Oui d'exécutive, ils sont juste deux et ils sont 18 membres.

T- 18 membres en tout et tous externes à l'organisation ?

C- Sauf les deux administrateurs délégués.

T-OK d'accord

C-Mais la moitié est représentant de l'actionnaire.

T- D'accord. Et vous connaissez un petit peu les personnes.

C-Oui, mais l'info est ici.

T- Ok. Donc deux internes et le reste externe à l'entreprise, mais..

C- la moitié dépendant des familles

T- D'accord et qui est représenté par....

C-Ben de nouveau vous verrez là-dedans, mais il y a des représentants de la famille frère, de la famille Desmarais ou des conseillers à eux. Voilà et à côté de ça il y a des personnes qui sont là depuis longtemps et qui ont perdu la dénomination d'indépendant, mais qui en soit n'ont rien avoir avec les familles et puis il y a quatre vrais administrateurs indépendants.

T- Ok d'accord. Je ne sais pas si vous connaissez le Dual Leadership. C'est simplement la séparation entre le CEO et le président du conseil d'administration

C-Oui c'est le cas chez nous.

T- Est-ce que vous pensez que cela puisse aider à mieux gérer une organisation cotée en bourse, notamment si l'on se réfère à la théorie d'agence ici dans mes bouquins qui affirment que le conseil d'administration effectue un effet de contrôle sur l'équipe dirigeante donc c'est eux qui vont vraiment diriger et orienter l'équipe de management. Est-ce que justement en distinguant d'un côté les contrôleurs des gestionnaires, est-ce que cela aide d'avoir ce dual leadership ?

C- Moi je trouve, mais c'est vraiment mon avis personnelles que c'est très bien d'avoir une séparation, d'avoir un contrôle d'un côté par quelqu'un qui n'est pas spécialement exécutif dans la société, mais qui la connaît très bien. D'ailleurs c'est l'un des anciens administrateurs délégués qui est maintenant le président. Quand il a pris sa retraite, il est devenu président non-exécutif en fait.

T- Mais il faisait partie de la société

C- Oui c'était l'administrateur délégué, c'est le fils d'Albert Frère en fait. Et voilà maintenant il n'est plus là tous les jours, mais il connaît très bien la société. Et moi je trouve que c'est très bien

T-Finalement c'est pour pas non plus confondre d'un cote tout ce qui est management,...pour justement avoir cet espèce d'outil de contrôle pour diriger, orienter, respecter d'un côté les investisseurs qui veulent investir. OK on les représente, on contrôle notre équipe managériale pour pas que le tout soit non plus mélanger.

C-Tout à fait.

T- D'accord

C-Oui c'est surtout en France qui a ça. En Belgique c'est un petit peu plus rare.

T-Oui en Belgique aussi

C-J 'imagine. Mais non moi je trouve ça très bien.

T-Maintenant je vais encore poser deux petites questions et puis on va terminer. C'est des questions qui sont un petit peu à part et qui ne sont pas spécialement concentrées sur l'organisation interne elle-même. La première ça concerne les régulations financières. Vous êtes au courant des crises financières qu'il y a eu notamment en 2008 avec les subprimes. En fait il y a eu pas mal de régulations qui ont été mis en place, elles ont un effet rétroactif c'est-à-dire qu'elles agissent après que la crise ai eu lieu. Le Dodd's Frank Act par exemple aux Etats-Unis a été créé suite à la crise 2008 et qui protège les consommateurs, protègent les investisseurs, il y a une série de règles, mais je ne vais pas les détailler maintenant. Est-ce que vous pensez que ces régulations peuvent aider les régulations ou au contraire est ce qu'elles peuvent freiner les organisations à vouloir finalement encore aujourd'hui rentrer sur un marché boursier, surtout aux Etats-unis ou cela devient de plus en plus difficile, il y a de plus en plus d'exigences, de plus en plus de responsabilisation de la part des CEO, un gros travail à faire aux niveaux des road shows, au niveau du respect de la SEC par exemple qui est la Security and Exchange Commission aux Etats-Unis. Ici en Europe, la commission européenne est de plus en plus stricte. Elle a notamment développée une série de nouvelles règles, 40 pour être précis aux cours des dernières années, surtout après la crise de 2008, mais aussi en 2001 après la bulle.com, il y a eu d'autres règles. Vous pensez que c'est un frein ? Qu'est-ce que vous pensez ?

C- C'est un peu mix. Je pense que l'idée est bonne, mais et là je parle plutôt de mon ancien métier où je connaissais un peu mieux, chez nous c'est un peu différent. Mais parfois ça devient très lourd à gérer c'est énormément de paperasse d'un point de vue administratif et autres c'est super lourd. Et donc il devrait faire attention à garder un équilibre entre ce qui est nécessaire et je pense qu'il fallait faire quelque chose, mais pas que cela devienne quelque chose qui vienne en entrave au business quoi. Donc la dessus je suis un peu mitigé.

T- C'est moitié- moitié.

C- Ici c'est le marché boursier, mais les autres marchés sont aussi beaucoup plus réglementés qu'auparavant. Tout ce qui est bancaire, tout ce qui assurance aussi. Et c'est bien l'idée est bonne, mais est ce que l'on n'est pas allé un peu trop loin ? Est-ce que c'est suffisamment flexible ? Je ne sais pas.

T- Alors maintenant une autre question, cela concerne les souscripteurs. Donc c'est vraiment lié à l'IPO elle-même. Est-ce que vous pensez qu'ils peuvent avoir une influence positive sur l'entreprise puisqu'ils ont quand même un grand réseau d'investisseurs donc il facilite le travail d'une entreprise qui décide d'entrer sur le marché boursier notamment en amenant de la confiance au sein du réseau d'investisseurs qu'ils connaissent ou au contraire est ce que vous pensez qu'ils peuvent en quelque sorte emprisonner l'entreprise qui décide d'entrer sur le marché boursier puisque l'entreprise devient complètement de ces souscripteurs.

C-Mais c'est qui c'est souscripteurs ?

T- Et bien ce sont des banques institutionnelles

C- Qui sont en charge du placement des actions eux même?

T-En fait c'est elles qui vont permettre à l'entreprise d'entrer sur le marché boursier puisque l'entreprise va d'abord avoir besoin de faire un road show ou elle présente l'organisation, ses projets, sa croissance.

C- Oui donc c'est ce que je faisais moi avant c'est ça que vous appelez souscripteurs ?

T-Oui c'est les underwriter en anglais.

C- Et bien oui Petercam en effet. Moi je n'ai été que sur une seule. Non, mais c'est nécessaire. Sans ça, je ne vois pas très bien comment ça peut se faire très honnêtement en pratique.

T-Oui, mais ce que je veux dire c'est qu'il y a des frais qui sont liés qui sont quand même assez important.

C- Oui, mais y apporte comme vous disiez un peu de confiance, ils font de la recherche, ils publient des rapports d'analystes avant qui vont un peu donner de l'information aux investisseurs. Honnêtement, je pense que c'est compliqué sans ça. Bon cela pourrait avoir une autre forme que des banquiers...

T- C'est-à-dire qu'en fait ici, on n'est simplement en train de réfléchir est ce qu'il serait plus intéressant de rentrer en bourse faire une IPO ou de faire une acquisition par exemple ou la c'est un contrat entre deux entreprises simplement. Il n'y pas de démarches, pas de pertes, bon il y a d'autres pertes qui sont incluses, mais il y pas de pertes au niveau des underwriter, des souscripteurs qui vont en général prendre 15% des fonds levés sur les marchés.

C-15% ça me semble beaucoup.

T-Je parle des gros marchés boursiers NASDAQ ou NYSE

C- Oui et puis là il y a les avocats.

T-Oui il y énormément de boulot. Il y a même des juristes, comptables, agences de communication,..

C-La bourse a quand même quelque chose en plus je trouve que simplement prendre une participation comme ça. Cela apporte de la liquidité, cela apporte un certain cachet de sérieux normalement. Et puis je pense qu'il y a des gens qui n'ont pas trop le choix non plus, qui ont besoin de capitaux ou c'est compliqué d'aller vers une banque

T-Pour générer des investissements, du capital. Vous pensez que ce serait une des solutions les plus intéressantes ?

C- Cela dépend de nouveaux des cas, mais je pense que la bourse est une excellente invention. Cela permet à un peu tout le monde de financer l'économie quelque part. Moi je suis assez partisane du marché boursier.

T- D'accord et vous avez quelque chose que vous voudriez rajouter concernant ma question de recherche ? Des pistes de réflexion peut-être ? Des alternatives ? La question c'est, dans votre cas comme c'est une holding, c'est un petit peu différent puisque vos activités sont financières à la base. Mais tout à l'heure, je vais aller voir Bpost puis je vais aller voir Delhaize et je vais aller voir d'autres organisations. Eux doivent vraiment gérer deux choses à la fois, ils ont vraiment deux activités séparés mais ils sont sur les marchés boursiers, ils sont sur le Bel20 et ils ont du travail à faire aussi la dessus. Est-ce que vous pensez qu'il y aurait des techniques au niveau du management pour gérer ça ?

C- Je crois que le fait d'être en bourse demande déjà une certaine rigueur puisqu'on est quand même dépendant on doit communiquer beaucoup, publier beaucoup d'informations. Si vous regarder sur notre site le nombre d'informations que l'on publie c'est énorme et donc cela force quelque part aussi à être

très transparent et donc on ne peut pas se viander. On est beaucoup plus surveiller que si l'on était privés et ça je pense que cela aide pour les théories d'agences etc... Je pense que le fait d'être coté permet de diminuer ça. Mais évidemment de l'autre côté, cela a un coût, c'est beaucoup de boulot, il y a le cout du listing qui n'est pas très élevé. Il y a du plus et du moins, mais de nouveau moi je trouve que c'est plutôt positif et il y a des gens comme nous, mais qui ne sont pas coté en bourse, mais bon les holdings c'est quand même un secteur relativement large et donc je crois que c'est pour une bonne raison. Oui et nous il y a toute la théorie de la décote des holdings qui peut être une motivation pour un investisseurs d'acheter nos actions. Bon là ça va peut-être un petit peu loin dans votre sujet, mais non, mais si je pense à quelque chose je peux toujours vous envoyer un mail. Vous m'enverrez votre mémoire ?

T-Oui je vous enverrai mon mémoire dès qu'il sera terminé, je compte le rendre en aout.

ANNEXE 10 : ENTRETIEN AVEC MONSIEUR PAUL VANWAMBEKE, INVESTOR RELATIONS DIRECTOR, RÉALISÉE LE 11 MAI 2015

T- Bonjour, je suis étudiant à la Louvain School of Management en dernière année de master et je réalise un mémoire concernant la problématique suivante :

Comment une organisation peut-elle garder un œil sur les décisions stratégiques primordiales pour la santé de l'entreprise tout en gérant à la fois les effets post-IPO liés au marché boursier?

Pour ce faire, je conduis une série d'interview dans le but d'éclaircir mes hypothèses élaborées principalement à partir de ma revue de la littérature.

Grâce à votre contribution et celle d'autres managers faisant partie de mon échantillon d'organisation, je tenterai d'apporter un meilleur guide aux équipes managériales voulant s'introduire en bourse en leur rendant compte des dangers à peser, mais aussi des éventuelles solutions pour assurer à long terme la bonne santé de l'entreprise lorsqu'elle traverse ce genre d'évènement transformationnelle.

L'entretien se déroule comme suit :

Plusieurs séries de sous questions sont introduites, chacune reflétant un changement ou un danger lié aux IPO et affectant la structure de l'organisation, mais aussi le comportement des agents au sein de celle-ci sur base de mes recherches théoriques. Votre expérience sur le terrain est ensuite interrogée pour connaître votre point de vue pratique, vos anecdotes ou toutes informations que vous jugez pertinentes dans le cadre de mon étude.

Parmi les thèmes abordés, on retrouve :

- les régulations sur les marchés boursiers liées aux crises financières.
- La théorie de l'agence et l'écart entre le contrôle et la propriété de l'organisation.
- L'hétérogénéité de l'actionnariat et du conseil d'administration les représentant
- Les mécanismes de gouvernances
- Le comportement des agents/équipes managériales/CEO

Avant de réellement commencer l'interview, je tiens à dire que l'ensemble des faits racontés restera entièrement confidentiel et uniquement utilisés pour la réalisation de mon mémoire.

Première question, vous pouvez peut être vous décrire brièvement, votre parcours professionnel jusqu'à aujourd'hui votre position au sein de Bpost.

P- Mon nom est Paul Vanwambeke, je suis en charge chez Bpost des relations investisseurs depuis que nous sommes coté en bourse. J'ai fait une série d'autres choses chez Bpost depuis 2001 qui n'avaient rien avoir avec la finance et avant ça j'étais actif chez Unilever dans le domaine du contrôle de gestion et de l'IT.

T- Ok d'accord. Comment vous sentez-vous considérer dans votre travail au sein de l'organisation ?

P- Et bien c'est une question très large, mais on est finalement une organisation qui est finalement plus attachée à ses défis propre qu'à l'importance qu'aurait la bourse/le marché des capitaux pour pouvoir réaliser les objectifs de l'entreprise. En fait, Bpost est rentré en bourse il y a deux ans pas tellement pour faire une augmentation de capital ou pour permettre de financer certains projets, mais parce qu'un actionnaire stratégique de l'époque avait choisi cette voie là pour se désengager. Et donc voilà on n'a pas émis de nouvelles actions, on n'a pas besoin comme certaines entreprises de faire régulièrement appel aux marchés des capitaux pour pouvoir financer la croissance, pour pouvoir financer certains projets. On parvient depuis une dizaine d'années à financer nos plans de transformations, nos acquisitions par les résultats et le cash-flow que l'on génère. C'est une situation peut-être un tout petit peu différente d'autres entreprises qui ont besoin de nouveaux capitaux régulièrement.

T-Est-ce que vous-même vous avez déjà participé à une IPO, est ce vous avez participé à l'IPO de Bpost en fait ?

P-Oui tout à fait donc moi je suis rentré dans la fonction relation investisseur, un peu avant que l'on soit coté en bourse, on a été coté en juin 2013 et j'ai rejoint l'équipe finance et l'équipe qui préparait l'entrée en bourse fin 2012.

T-OK. Si l'on se réfère à l'IPO en quelques mot l'expérience que vous en avez retiré, est ce que vous avez un avis positif, négatif ou neutre sur ce genre d'évènement transformationnelle?

P- C'est un défis parce que finalement c'est une étape dans la vie d'une société, non seulement, on va pire que c'est un diplôme, mais c'est une sorte de reconnaissance du niveau de maturité qu'a atteint une entreprise et c'est valable pour une entreprise comme Bpost qui est là depuis très longtemps comme c'est valable pour une entreprise qui est une startup et qui est tout d'un coup suffisamment mur, à un projet suffisamment intéressant pour le présenter sur le marché des capitaux. Alors c'est bien sûr, un processus intense parfois pénible, mais qui à la fin est tout de même gratifiant parce que vous pouvez finalement tester avec des gens qui sont parfaitement neutre la validité de votre stratégie, de votre modèle d'affaire, de vos résultats,...

T- Au niveau de la structure de l'organisation, on peut peut-être brièvement décrire la hiérarchie ? Au niveau des décisions comment ça se passe ?

P- Finalement, on est une entreprise assez simple, on est actif essentiellement en Belgique bien que l'on a de plus en plus d'activités internationales et l'on a une série de filiales aux Etats-Unis, en Asie et au Royaume Uni également. Mais essentiellement on a un comité de direction constitué du CEO et d'une personne responsable pour l'aspect plutôt opérationnelle, donc c'est tout l'appareil logistique de la société, les facteurs, les camions, les centres de tri,... Une personne plutôt commerciale qui s'occupe non seulement des clients professionnels qui font la plupart de notre chiffres d'affaires et puis des clients particuliers du réseau des bureaux de postes et puis on a un financier et un responsable des ressources humaines.

T- OK, on va vite revenir à l'IPO de l'organisation, brièvement comment ça s'est passé, sur quelle période de temps et quelles ont vraiment été les étapes importantes durant l'IPO ?

P- Je dirais que le processus dans notre cas, il a commencé un peu avant fin 2012 parce qu'en réalité on avait déjà envisagé bien avant ça qu'un jour une entrée en bourse serait une possibilité parce que c'était dès le départ de la prise de participation d'un actionnaire privé au moment où on est passé en 2006 d'une entreprise 100% détenue par l'état belge à une entreprise qui était détenue à 50% plus 1 action par l'état belge et 50% moins 1 action par un consortium de deux sociétés privées, CBC qui est du private equity et la poste danoise et donc dès ce moment-là on a commencé tout doucement à aligner les pratiques internes avec ce qu'une société cotée en bourse devrait faire en termes de reporting, en termes d'analyse, en termes de publication de chiffres même si à ce moment-là c'était pas indispensable. On a préparé quelques parts l'entreprise à être capable de répondre aux besoins d'une entreprise cotée en bourse en termes de présentation de ses résultats. Et puis le processus même d'entrée en bourse c'est quelque chose que l'on a mené un peu au pas de charge en à peu près 6 mois, c'est essentiellement la rédaction d'un gros bouquin qui s'appelle le prospectus et qui décrit l'ensemble de la société, de ces résultats, de ses risques, de ses défis et de sa stratégie et puis il y a un processus qui s'enclenche, mais ça c'est dans les dernières semaines et qui visent à aller présenter à un maximum de gens, d'investisseurs, le road show, qui est le business case de la société et pourquoi il devrait éventuellement investir dans la société. Mais c'est littéralement, et je pense que la plupart des sociétés le font comme ça, c'est littéralement une semaine ou deux où le management essentiellement le CEO et le CFO dans notre cas, tourne dans une dizaine de villes différentes, dans les grands centres financiers, donc c'est Londres, Frankfurt, Paris et quelques places aux Etats-Unis.

T- Ok d'accord. Justement par rapport à ce processus qu'il est bien entrain que vous êtes sur le marché boursier. Est-ce que vous avez développé certaines stratégies spécifiques justement pour la performance de l'organisation sur les marchés boursiers, il y a évidemment les résultats comptables à dévoiler, certains outils marketing, ... Est-ce que vous avez des stratégies vraiment spécifiques ?

P- Finalement, on a tendance à dire que le fait que l'on soit cotée en bourse n'ait pas changé grand-chose.

T- Vous avez quand même dû engager des nouvelles personnes pour répondre aux conditions ?

P- Moi (haha). Non ça ne change pas grand-chose. Fin cela aurait été très différent si l'on n'avait pas préparé la société à se comporter comme une société, connaissant le passé de l'entreprise, si l'on n'avait pas préparé Bpost à se comporter comme une société publique. Maintenant dans la mesure que l'on soit cotée en bourse ou pas, on a besoin d'avoir un plan stratégique pour les années qui viennent, on le faisait auparavant, on le fait toujours et on communique une série d'éléments à ce sujet-là à l'extérieur. Je vais vous donner un peu de documentation qui est exactement la documentation que l'on utilise en externe, mais fondamentalement il y a un certain nombre de règles qu'il faut suivre. Bon on communique de manière trimestrielle, on communique à l'ensemble du public, à l'ensemble des actionnaires et des parties prenantes au même moment donc il y a des règles qui sont là. Est-ce que pour nous cela a changé énormément ? Pas tellement et on est plus attaché à réaliser notre plan stratégique et à communiquer de manière transparente sur la performance réelle, que d'avoir des stratégies très particulières pour le marché.

T- Vous vous ne concentrez pas spécifiquement sur la performance des actions qui sont sur le marché pour essayer quelles performances aux mieux possible ? Est-ce qu'il y a un gros travail derrière ? Non pas spécialement ? On reste concentrer plutôt sur les activités principales de l'organisation ?

P- Oui tout à fait et c'est probablement différent d'autres sociétés. Un, on n'est pas une société de croissance, on est un acteur qui a un business model qui est ce qui est, qui est actif dans une série de marchés en décroissance, le courrier et dans une série de marchés qui sont plutôt en croissance comme les colis. Et donc l'histoire, elle ne dépend pas du fait qu'on croît ou pas, qu'on va inventer un nouveau produit qui va nous faire doubler. Peut-être qu'un jour, on trouvera une nouvelle activité qui va compléter ou compléter les choses que l'on fait aujourd'hui, mais on n'a pas de stratégie

particulière. On communique de manière transparente les résultats que l'on a obtenus. Ce qu'on pense que cela va faire dans un avenir proche, quelles sont nos stratégies dans les années qui viennent et il n'y a pas là derrière une volonté quelconque de dire tient ce serait quand même bien normal que nos actions valent plus ou moins, ... Les résultats sont ce qu'ils sont et les gens pensent ce qu'ils en pensent. Et d'ailleurs en fait on est finalement positionner comme un titre de rendement, il y a une partie de l'évolution du cours de bourse qui nous échappe complètement. Si aujourd'hui les bons d'états rapportait 6-7% comme ce fut le cas un jour, le cours de bourse de Bpost serait impacté par cet élément là et on y pourrait juste rien. Mais les résultats de l'entreprise seraient toujours les mêmes si ce n'est qu'un des paramètres sur lesquelles on est jugé qui est le rendement des dividendes, serait jugé largement insuffisant au niveau actuel alors qu'aujourd'hui avec des bons d'états qui flottent autour des 1-1,5% de rendement et bien 5% de dividende ça paraît wow.

T- D'accord. Oui parce que le but c'est quand même d'attirer les investisseurs pour qui s'intéresse à l'organisation et qui investissent.

P- Alors ça oui. Ça c'est une partie de mon boulot, mais c'est plus dans le but d'être jugé correctement par rapport à ce que l'on peut promettre aux investisseurs qui achètent des actions Bpost, s'assurer que les gens qui sont actionnaires chez nous soit le mieux informés et aient l'occasion de poser des questions quand ils veulent le faire et s'assurer que les actionnaires qu'on pense pouvoir être intéressés par le type d'entreprise que nous sommes aient l'occasion de nous rencontrer, de comprendre le modèle d'affaire. Alors c'est clair qu'aujourd'hui, on est comparé à une série d'entreprises qui a à peu près les mêmes activités. Donc il y a quelques années, il y avait très peu d'entreprise postale cotée en bourse. Maintenant, il y a Royal Mail au Royaume Uni, CTT au Portugal, PostNL en Hollande, Deutsche Post c'est un peu différent parce que c'est quand même beaucoup plus grand et c'est quand même aussi autre chose que purement du courrier. Mais donc il y a une série d'entreprises auxquelles on peut être comparée et auxquelles nous on peut un peu se comparer en disant tient est-ce que l'on est jugé de manière équitable par rapport à ces entreprises. Et la plus comparable, la seule que je n'ai pas encore citée qui est la poste autrichienne, on regarde ils sont valorisés dans les mêmes ordres de grandeur que nous. La situation serait peut-être différente si on devait se rendre compte très manifestement que soit les gens n'ont pas compris comment on fonctionne, quelles sont nos résultats et que par conséquent le cours est un mauvais reflet de la performance de l'entreprise, ce qui n'est pas tellement le cas. Il faut dire aussi qu'étant une entreprise du Bel 20, on était tout petit peu plus visible que probablement des entreprises un peu plus petites et surtout belge. Et donc on est suivi par une petite vingtaine d'analyste, ce qui fait aussi que c'est gens s'intéressent à nous et communiquent indirectement une série de choses à notre sujet.

T- Une dernière question la dessus, vous dites que vous apportez de la transparence, il n'y a pas non plus un acharnement à essayer d'avoir la meilleure performance. Maintenant, au niveau de la priorité dans les décisions au sein de l'organisation, est-ce que vous accordez une certaine priorité à vos activités à vous, c'est-à-dire attirer les investisseurs par rapport au reste des activités ?

P- Zéro. Honnêtement, en interne, le moins on parle du cours de bourse, le mieux on se porte. On est une entreprise cotée et on a une série d'actions que l'on va honorer vis-à-vis de nos actionnaires. Mais ce qui est le plus important, in fine, et après le reste va découler de ça, c'est de suivre notre performance, de mettre en place notre plan stratégique et si on a posé les bons choix et on obtient les bons résultats, in fine, le cours de bourse est un reflet, en tous cas la partie qui dépend de ça, la partie qui dépend d'éléments externes ça c'est ce que c'est, mais la partie qui dépend des performances et bien elles dépendent de nos performances et on ne va pas commencer à se dire aie aie on a fait ceci et donc le cours de bourse va évoluer et on est pas non plus dans un business où c'est probablement relevant. Si on était dans une autre industrie, ce serait peut-être plus le cas et annoncerait quelque chose et tout d'un coup les gens trouveraient ça une mauvaise idée, on aurait une idée de nouveaux produits et les gens trouveraient ça bof comme idée et on serait pénalisé là-dessus. Ici c'est quelque part beaucoup plus simple que ça.

T- Ok d'accord. Comme ça j'ai déjà une petite idée à ce niveau-là. Maintenant vous m'avez dit dans les investisseurs, pour décrire un petit peu les différents types d'investisseurs qui font partie de l'actionnariat, on a vous m'avez dit CBC private equity, la poste danoise et 50% public ?

P- Donc ça c'était la situation entre 2006 et 2013 où il y avait 50% plus 1 action Etat et 50% moins 1 action CBC et la poste danoise. Et puis la poste danoise pour des raisons qui lui était propre à revendu sa participation à CBC. Et donc dans le courant de 2013 CBC a en deux tranches finalement, s'est vendu sa participation sur le marché. Et donc aujourd'hui on a un actionnariat diversifié, tellement diversifié, à part l'Etat qui est toujours actionnaire

T-A 50% ?

P- Ils sont même monté à 51, 06%.

T- Donc 51% de l'Etat et le reste ce sont des investisseurs publics...

P- Et le reste, il y a un demi-pourcent qui est détenu par les employés de l'entreprise. Et le reste ce sont des investisseurs privés ou institutionnelle. Et il y en a aucun là-dedans qui a fait une déclaration de transparence, cela veut dire qu'il n'y a aucun actionnaire qui est au-dessus de 3%.

T- Ok d'accord. Et bien justement par rapport à ces propriétaires, si on peut les appeler comme ça, est-ce que parmi eux, il y en aurait qui ont une influence plus importante que d'autres. Bien entendu cela varie en fonction du pourcentage de propriété aussi donc ici l'Etat belge. Est-ce qu'ils ont une influence importante, est-ce que certains ont une influence plus importante que d'autres ?

P- L'Etat en théorie a un poids beaucoup plus important que tout le reste, il a la majorité. En pratique, et c'est le cas pour Belgacom aussi, je ne sais pas si vous les rencontrerez, mais en pratique, l'Etat s'est toujours comporté comme un très bon actionnaire et donc met un management en place puisqu'ils ont la possibilité jusqu'à présent de nommer le président du conseil d'administration et le CEO. Et pour le reste l'entreprise fonctionne de manière très comparable à une entreprise qui n'aurait pas un actionnaire de 50%. Les autres actionnaires, c'est clair qu'on a un dialogue beaucoup plus régulier avec des actionnaires qui ont plusieurs millions d'actions. Plusieurs millions d'actions, ça veut dire sur 200 millions, des gens qui ont 1 ou 2%, pour peu qu'on connaisse de manière très détaillée que des actionnaires qui aurait 20 000 actions pour prendre un exemple. Et donc c'est quelque part une des sources, j'ai presque envie de dire d'introspection pour le management parce que y mette en tête la stratégie à des gens qui voient des dizaines d'entreprises et qui vont dire et bien votre stratégie elle me plaît ou elle ne me plaît pas, je suis dubitatif par rapport à ceci ou bien ceci c'est très bien. Donc ça c'est une influence qui est un peu soft quelque part.

T- Et vous utiliser certains outils peut-être pour justement essayer d'être en concordance avec les motivations de ces investisseurs et les motivations au sein de l'organisation, de l'équipe managériale. Est-ce qu'il y a des contrats ou peut-être des pourcentages de propriété ? Vous m'avez dit qu'il y avait certains employés de l'entreprise qui avaient un demi-pourcent. Est-ce que justement cela ne pourrait pas influencer le fait que comme ils détiennent une certaine part dans l'organisation, ils sont plus enclins à être attentif à la santé de l'organisation, cela les pousse à justement faire attention à tout ça et d'être en respect avec les investisseurs publics aussi ?

P- C'est large comme question, mais le fait que les employés de l'entreprise sont actionnaires et bien c'est clair que cela aligne leur intérêt avec les intérêts de l'organisation. Et l'intérêt de l'organisation c'est de continuer à obtenir de bons résultats et de mettre son plan stratégique en place. Ça paraît un peu bateau à chaque fois ce que je raconte...

T- Non non pas du tout

P- Mais en réalité c'est ça, l'objectif du management et qui est d'ailleurs tiré sur l'ensemble des 26 000 ou 27 000 personnes de l'entreprise c'est 70% les résultats financiers et c'est l'EBIT du groupe et 30% la majorité des clients. Et ça cela vaut pour l'ensemble des employés qu'ils soient actionnaires ou pas parce que l'on a tous, au niveau du management on a une partie de salaire variable qui est liée à ces objectifs là qui sont fondamentalement ceux qui intéressent les actionnaires et l'ensemble des facteurs, des chauffeurs, des trieurs, des employés dans les bureaux de poste ont une participation bénéficiaire et un bonus non récurrent qui est lié aux résultats qui fait qu'ils sont tous quelque part alignés avec ces objectifs là aussi.

T- D'accord, maintenant si l'on parle de l'équipe managériale donc l'échelon supérieur principalement, est-ce que vous avez une idée depuis combien de temps l'équipe travaille ensemble, est-ce qu'il y a eu beaucoup de changement au sein de l'organisation, surtout est-ce qu'il y a eu beaucoup de changement avant ou pendant l'IPO ?

P- Avant ou pendant l'IPO non. En fait, il y a eu un premier changement en 2002, où on a vraiment installé un nouveau management à l'époque pour préparer l'entreprise à la libéralisation du marché. Et puis, il y a eu un second changement si on peut dire à peu près en 2006, d'après laquelle le CFO actuelle et la personne qui est maintenant CEO, Koen Van Gerven, ont rejoint l'entreprise. Et 2006, c'était à peu près la deuxième étape dans la transformation de la société au moment où l'on a été partiellement privatisés. Pierre Winand qui a annoncé son départ la semaine passée, mais il est toujours là depuis 2006, Koen Van Gerven, qui est maintenant CEO était déjà dans le comité de direction depuis 2006. Mark Michiels qui est membre du comité de direction en charge des ressources humaines est là depuis aussi longtemps que je peux m'en souvenir donc au moins depuis 2001. Et Kurt Pierloot qui est le membre du comité de direction responsable de tout ce qui est la partie opérationnelle est là depuis à peu près aussi longtemps que moi donc 2001-2002 pas dans le comité de direction, mais il est devenu membre du comité de direction, il y a plusieurs années aussi. Donc il y a de temps à autres des changements, la meilleure preuve c'est Pierre qui a annoncé son départ, mais ça c'est assez normale dans la vie d'une entreprise. De temps en temps, il y a des gens qui prennent un nouveau challenge à l'extérieur.

T-Pierre c'est le ?

P-Pierre c'est le CFO

T- Et les raisons ?

P- Lui a annoncé vouloir prendre un nouveau challenge à l'extérieur. Il est rentré comme CFO en 2006 dans l'entreprise, il a fait tout une partie de la préparation, de la transformation, qui a fait de Bpost une entreprise cotée en Bourse. Et maintenant, voilà il a eu une opportunité de faire autre chose. Je ne peux même pas vous dire où il va parce qu'il ne l'a pas encore annoncé, mais maintenant on n'est pas fâché avec lui, toujours un bon collègue.

T- D'accord. Bonne ambiance, c'est important. Maintenant, je vais vous poser une question un peu plus subjective et il faut pas penser que c'est uniquement pour Bpost, mais ça peut être pour toute organisation partout dans le monde, mais est-ce que vous pensez que l'équipe managériale peut être affectée par certains biais psychologiques quand justement elle rentre dans des marchés boursiers parce que justement il y a un énorme effort à faire pour d'autres organisations qui sont beaucoup plus concentrées là-dessus que d'autres qui vraiment attachent une importance cruciale à la performance et qui peuvent vraiment en levant des fonds affecter la performance de leurs entreprises. Est-ce que justement, il n'y aurait pas parfois aux niveaux des dirigeants supérieurs une distraction à réfléchir que d'un côté il y a tout ce qui est développement de produits, investissements en R&D et une perspective d'avenir et puis d'un autre côté il y a du court terme, il y a une attention importante à dévoiler les résultats comptables, à travailler au niveau marketing. Est-ce qu'il n'y aurait pas parfois une distraction entre les deux ou comment se gèrent les deux ?

P- Je crois à nouveau que cela va dépendre très fort d'une série de facteurs. Le premier c'est est-ce que la perception et par conséquent la valorisation par les investisseurs de l'entreprise et par conséquent son accès facile au marché des capitaux à un rôle primordiale dans le développement de l'entreprise. Ça c'est un premier facteur parce effectivement quand la confiance des investisseurs s'en va sur une entreprise, c'est qui a vraiment besoin du marché des capitaux parce qu'elle est endettée et parce qu'elle doit renouveler son financement, mais ça devient très difficile. La deuxième chose et ça chez nous cela joue très peu, on n'a pas d'emprunt obligataire et on a même une position de cash si on prend le moment le plus bas de l'année, 350-400 million de cash nette. On est quelque part protégé de cet élément-là. Donc le second serait un management dont la rémunération est très largement dépendante du cours de l'action, ce qui et ça a été communiqué, les membres du comité de direction étaient lors de l'introduction en bourse, ont acheté dans le cadre d'un plan qui était accessible à tous les employés pour 100 000 eur d'actions c'est beaucoup et peu, mais ce n'est pas de nature non plus à se dire je vais faire un certain nombre de choses pour que le cours soit influencé très fort par ça. Et puis il y a bien sûr quelque chose qui reste et qui est le cours et la perception des investisseurs c'est quelque part le reflet de la qualité du travail fait par le management et donc bien évidemment si tout d'un coup le cours se met à fluctuer de manière importante, surtout à la baisse d'ailleurs, cela va poser questions, mais probablement qu'à ce moment-là, sauf si il y a une raison bien explicable, fort probablement à ce moment-là que cela va être exactement le reflet de quelque chose qui ne va pas bien parce que les résultats sont moins bons. Et donc ce n'est pas le cours de bourse qui va déclencher le fait que le management doit se poser des questions, mais c'est d'autres indicateurs comme les résultats qui est en baisse ou certains projets qui ne se sont pas développer comme il aurait dû le faire. Et puis il y a d'autres circonstances, j'y faisais allusion tout à l'heure où le cours de bourse va varier, mais pour une raison totalement indépendante de la réussite ou non de l'entreprise. Et là c'est moche, mais c'est l'évolution des marchés boursiers telle qu'elle est.

T- Ok d'accord. Maintenant si on parle du fondateur de Bpost, on en revient à quelle époque ?

P-Alors probablement qu'on devrait remonter à 1542 avec la famille Tour et Taxi, mais j'ai déjà dit ça parce que c'est les premiers opérateurs d'un service de poste internationale avec des chevaux et des machins. Cette famille a fait ça un peu partout en Europe. Mais Bpost en tant que société indépendante de l'Etat existe depuis 1991 à ce moment-là on est passé d'un statut de régie à entreprise public autonome. C'est la même chose pour Belgacom, pour la SNCB, pour la Lotterie National, entre autres, depuis ce moment-là, ça n'a pas cessé d'évoluer. Belgacom est rentré en bourse en 2003 et nous on a suivi un peu à partir de 1991, alors qu'avant la poste était un ministère comme un autre et puis c'est devenu une régie et puis une entreprise indépendante.

T- Et vous pensez, vous dites que Belgacom, Bpost, SNCB ont évolué, vous dites en termes de performance. Le fait qu'il soit rentré en bourse cela aurait influé sur leurs performances ?

P-Non. C'est l'inverse plutôt et je crois que le cas de la SNCB est un tout petit peu différent parce qu'ils sont pour le moment un peu plus loin, mais dans le cas de Belgacom et dans le cas de Bpost quelque part ce qui a été le moteur c'était la préparation à l'ouverture de la concurrence des marchés, certainement avec Belgacom et puis pour préparer l'entreprise, on a tenté de conclure une série de partenariat stratégique avec des investisseurs privés pas encore une entrée en bourse, mais en tous cas des prises de participations par des investisseurs privés qui ont permis de préparer les entreprises pour faire face à leur défis et pour les rendre concurrentielle en terme de performance et ça a été exactement la même chose dans notre cas en 2000-2001-2002, la deuxième directive postale à l'époque avait été publiée, directive européenne qui préparait un chemin total de libéralisation du marché et donc il y avait le besoin de transformer l'entreprise pour qu'elle puisse faire face à la concurrence. Dans le secteur Telecom, il y a eu d'autres opérateurs qui se sont installés. Dans le secteur postale, c'est un tout petit peu différent parce que finalement on a utilisé ce moteur pour transformer l'entreprise, mais dans un marché qui est en décroissance structurelle c'est pas évident que tout d'un coup, une dizaine d'opérateurs viennent s'installer sur le marché, mais il en reste pas moins que la dynamique qui a été mise à ce moment-là a permis de rendre la poste tout à fait concurrentielle et tout à fait performante et nous a

permis en dernier de se séparer des investisseurs privés de la première heure pour les remplacer par des investisseurs publiques sur le marché des capitaux.

T-Et je parlais aussi du fondateur aussi la tout de suite parce qu'en fait finalement les fondateurs d'entreprise ont parfois une certaine image, une reconnaissance des employés. Ils ont travaillé pendant un certain temps avec le management. Ils ont aussi créé l'entreprise, ils sont les architectes de la stratégie de l'entreprise, de l'organisation et ils ont envie que leurs entreprises réussissent, ils ont envie que l'entreprise survive. Est-ce que vous pensez que pour un CEO quand une entreprise est coté en bourse, c'est plus intéressant si jamais y en a la possibilité de garder le fondateur ou d'au contraire aller engager un professionnel extérieur à l'entreprise qui est spécialisé plutôt la dedans.

P-Je n'en sais rien et ça dépend très probablement très largement de la personnalité du fondateur en question. Ça serait peut être une bonne question à poser à des gens comme EBS qui a été créé récemment et dont les fondateurs ne sont plus dans le management. Mais dans notre cas, c'est un peu bizarre de poser la question parce que in fine, y a pas eu de fondateur à proprement parler, alors il y a bien sûr des gens qui ont mis leur empreinte sur l'entreprise dans les années passées.

T- C'est peut-être certaines personnes que les gens reconnaissent ou qui ont peut-être une certaine image au sein de l'entreprise, qui apporte confiance même pour les investisseurs.

P-Oui le CEO précédent qui a quitté finalement en fin 2013 et qui a été remplacé par, Koen Van Gerven, c'est clair qui l'a été dans l'entreprise 12 ans et que 12 ans ça marque les gens ; Maintenant on a fait la transition vers Koen qui était déjà dans le comité de direction, qui a participé à l'élaboration de la stratégie aussi. Dans les très grandes organisations comme celle-ci, ça ne joue plus tellement. Ce serait comme de demander à Unilever là pour le coup c'était une entreprise qui a démarré comme plusieurs entreprises privées qui se sont rejoint dans un groupe. Ce serait de demander au CEO actuel tient est ce que le fondateur a encore une influence, c'est une statue en pierre ou en bronze dans le hall du Headquarter à Londres ou à Rotterdam. Donc c'est un peu artificiel et c'est très différent dans la plupart des sociétés du Bel 20. GBL ce n'est pas le bon exemple parce que là c'est quelque chose qui a vraiment cru de personnes qui sont encore bien identifiable même si elles se sont retirées de la vie active du groupe. Mais si on pose la même question à Solvay pour prendre un autre exemple eh bien oui en face de l'ULB, il y a encore une statue d'Ernest Solvay, mais c'est un peu différent, entretemps c'est devenu un grand groupe aussi, cela à fusionner avec d'autres entreprises donc c'est une influence qui va probablement se déliter. Probablement dans le siège générale de Solvay, il doit encore y avoir un ou deux portrait en plus du fondateur, quelque part cela fait partie de la culture, de l'image de l'entreprise, on n'est pas dans un contexte Facebook où il y a Mark Zuckerberg dont on se demande si c'est le bon CEO ou pas et combien de temps il va rester et est-ce qu'il ne faudrait pas mettre quelqu'un d'autres à côté de lui. Un autre exemple, Apple a perdu son fondateur et CEO et Apple continue à exister d'autres parts parce que ce sont des grands groupes et qu'il y a une série de personnes, finalement dans la culture de ces groupes qui est de moins en moins une personne, mais une série de personne.

T-Brièvement au niveau du conseil d'administration, premièrement il exerce un contrôle sur l'équipe managériale normalement. Quelle est sa composition ? Est-ce que c'est plutôt composé de directeurs internes à l'entreprise donc aussi employés ou est-ce qu'il est composé aussi de directeur externe à l'entreprise ? Est-ce que c'est un mixte ?

P-Dans notre cas, il y a uniquement le CEO qui est administrateur, mais tout le reste du conseil d'administration sont des administrateurs soit désignés par l'Etat Belge, ça c'est la moitié, soit des administrateurs indépendants qui sont finalement désignés par l'Assemblée général et cela respecte quelque part un peu la composition de l'actionnariat et la présidente, qui est une personne séparée du CEO, est également nommé par l'Etat Belge. Si vous avez lu la presse récemment, il y a une série d'évolution qui vont se faire dans la loi qui est applicable à Bpost, Belgacom en particulier et qui va faire évoluer ce genre de considération, mais jusqu'à présent l'Etat Belge nommait la moitié des

administrateurs, les autres sont des administrateurs indépendant et donc représente finalement l'autre partie des actionnaires, mais l'entière de ces administrateurs ont pour mission et ont pour devoir de représenter l'intérêt de l'entreprise avant et toute chose.

T- Ok d'accord. Donc il y a un bon reflet au niveau de l'hétérogénéité de l'actionnariat avec celui des représentants du conseil d'administration en termes de pourcentage de propriété

P-Oui d'une certaine mesure. Je vais dire que finalement on hérite encore d'une situation si l'on prend la situation avant bourse, il y avait moitié Etat moitié partenaires privés dont CBC et CBC nommait tant qu'il avait la moitié des actions, il nommait la moitié des administrateurs et la majorité était obtenue du fait que la présidente était aussi nommée par l'Etat. Maintenant, on est dans une situation un peu différente, il y a toujours cette moitié d'administrateurs qui sont désignés par l'Etat mais par la définition même d'administrateurs d'entreprise leur soucis principale ce n'est pas tellement de représenter la personne qui les a désignées, mais c'est d'agir pour l'intérêt de l'entreprise.

T- On a vu ici dans ma théorie, on parle de dual leadership qui est en fait la séparation entre le CEO et le président du conseil d'administration par deux personnes distinctes, c'est le cas donc ici au sein de Bpost. Est-ce que vous pensez que c'est une bonne chose et que cela permet de mieux gouverner, de mieux gérer une organisation qui est coté en bourse ?

P- En tout état de cause, c'est un principe de bonne gouvernance et donc on l'applique, on essaie dans tous les cas d'appliquer tous les standards de bonne gouvernance d'entreprise et donc ça c'est un des exemples de choses qu'il est souhaitable de faire.

T- Et est-ce que le conseil d'administration joue tout de même le rôle de policier sur le management ?

P- Policier c'est beaucoup dire.

T- C'est la théorie d'agence en fait, c'est pour illustrer.

P- Oui dans d'autres pays on parle de comité de surveillance et quelque part c'est peut-être une description qui vaut ce qu'elle vaut. Mais le rôle du conseil d'administration ce n'est pas de jouer la belle-mère, le rôle du conseil d'administration c'est de valider la stratégie et de finalement délégué son exécution au management. Donc qu'est-ce que fait le management ? Il présente une proposition de stratégie, elle est validée ou pas par le conseil d'administration et puis va régulièrement montré les résultats, faire valider certaines initiatives stratégiques qui ont une certaine importance avec le conseil d'administration. Je n'aime pas beaucoup le terme policier parce que in fine c'est presque plus une sorte de regard extérieur, de regard un peu plus distant pour le management qui est fort occupé avec la gestion quotidienne et de temps à autres part apporter au conseil d'administration en disant voilà les dossier que l'on vous propose, voilà les changements stratégiques que l'on vous propose, est-ce qu'ils ont du sens ou pas . Alors évidemment s'ils vont défendre un dossier au conseil d'administration et qu'ils sont convaincus que c'est le cas et puis le conseil va prendre les décisions. C'est plus un accompagnement, mais c'est clair qu'il y a ce rôle aussi qui est plus mis en avant dans le nom hollandais qui le comité de surveillance.

T- OK maintenant j'ai presque fini, il me reste deux questions et ces questions-là, elles vous sont adressés personnellement en tant que investor relations, c'est des questions purement finance, mais on a vu aux Etats-Unis, mais ça a été reflété partout dans le monde des crises financières sur les marchés boursier, il y en a eu une grosse en 2008, je suppose que vous êtes bien au courant et il y a eu pas mal de régulations qui ont été créées après ces crises financières . Il y a eu une régulation notamment aux Etats-Unis, Dodd Frank Act. La commission européenne a aussi sorti je pense 40 lois différentes pour réguler les marchés, pour justement mettre de la pression sur les entreprises pour protéger les consommateurs,...Est-ce que vous pensez que c'est régulation sont une bonne chose ou finalement est-ce qu'elles peuvent finalement freiner certaines organisation à vouloir encore aujourd'hui rentrer en bourse en sachant toutes les restrictions qu'il y a, le travail, l'effort qu'il y a à faire. Bon peut-être que

c'est un petit peu plus allégé en Belgique contrairement aux USA où là par exemple sur le NASDAQ ou le NYSE, il y a vraiment du gros boulot et il y a SUROUT beaucoup plus de responsabilisation de la part du CEO qui justement lui donne une grosse pression et va finir par vraiment devoir considérer l'étape importante que représente une IPO ;

P- Bien honnêtement je suis assez mal placé pour le dire moi. Je n'ai pas terriblement de recul. Comme je le disais, j'ai fait un tas d'autres choses avant et je suis devenu relation investisseurs en 2012 après la crise. Pendant la crise, j'étais dans un tout autre rôle dans un cabinet ministérielle donc c'est très différents. Est-ce que les réglementations c'est bien ? Et bien si cela permet d'éviter un certains nombres de risques oui et ce que moi j'ai constaté c'est que l'on doit être extrêmement prudent et d'une manière qui parfois surprend les investisseurs retail et au moment où l'on a fait l'introduction en bourse dans le fameux prospectus. Il était usuel avant 2008 de mettre un chapitre dans ce document qui décrivait les perspectives telles que vue par le management avec bien sur des juristes qui passait ensuite et qui mettait une page entière de protection la derrière. Mais ça disait un peu tient l'entreprise elle fait 100 en chiffre d'affaires aujourd'hui, on a tel et tel projets et on pense que dans 5 ans, elle fera 150. Et ça permettait à un investisseurs landa retail particulier de dire j'achète une entreprise qui a des perspectives XYZ. Et aujourd'hui, on ne peut plus du tout mettre ce genre de chose et en tous cas pas à un horizon aussi éloignée. D'une part, c'est bien parce que l'on ne prend pas de risque, on ne peut pas retourner vers l'entreprise vous aviez dit 150 maintenant je constate que vous êtes à 90 eh bien oui entretemps il s'est passé une série de chose. Ça protège aussi le côté marketing facile lors d'une IPO qui disait investissez ici vous allez investir dans une histoire de croissance pas possible. Dun autre côté, cela ne facilite pas le processus de décision d'un investisseur particulier.

T- Il y a beaucoup plus de travail dans les tâches administratives de l'IPO qu'avant, on constate que cela mettait la moitié du temps que cela met parfois aujourd'hui pour le faire en terme de durée, d'horizon temporelle. Je ne sais pas si en Belgique, c'est le cas

P –Je n'en sais rien. Honnêtement.

T- Et au niveau des pressions, des réglementations, on ne fait plus de promesses finalement ou beaucoup moins ?

P-On n'explique les choses telles qu'elles sont aujourd'hui, on n'explique la stratégie, mais on ne chiffre pas la stratégie. Pour prendre la nuance, vous verrez ça dans le document que je vais vous donner, la stratégie de Bpost c'est simple, c'est de défendre le courrier autant que faire ce peu, croître dans les domaines qui sont proches de nos domaines de compétences, essentiellement les paquet mais aussi une série d'autres choses et augmenter la productivité d'année en année et la somme des trois fait que l'on peut compenser la baisse de revenu que l'on a du côté du courrier par les gains de productivité et par les nouvelles activités. Et donc de trimestre en trimestre on montre c'est paramètre là, le courrier il a baissé d'autant, on a compensé un peu par les augmentations de prix et voilà la croissance que l'on a eu dans nos activités et voilà les économies que l'on a fait. Ça c'est l'histoire que l'on raconte alors on donne une série de guide on parle d'un « range » de 800 à 1200 équipes temps pleins qu'on pense pouvoir économiser chaque année sur base des plans de notre productivité, mais on ne met jamais des chiffres beaucoup plus précis que ça. Ça c'est un peu la nuance là où elle se trouve.

T- Une dernière question concernant les souscripteurs, les underwriter en anglais, bon ils sont essentiels pour rentrer en bourse, est) ce que vous pensez qu'ils ont une influence de toute façon positive par les réseaux d'investisseurs qu'ils ont déjà et la confiance qu'ils ont avec ces investisseurs. Est-ce que vous pensez par contre qu'ils ne prendraient pas un pourcentage trop important des levées de capitaux qui sont réalisés sur le marché. Est-ce que vous pensez que l'IPO est la manière la plus intéressante pour une entreprise de renflouer son endettement, de lever des fonds ou est-ce qu'il y a d'autres stratégies comme l'acquisition qui serait peut-être plus intéressant ?

P- Il y a une série d'autres stratégies, la bourse c'est une manière d'obtenir des fonds, le private equity s'en est une autre. Pour prendre tout à fait autre chose et tout dépend le type de projet et l'ampleur des fonds qui sont nécessaire. Pour prendre quelque chose qui est tout à fait à l'opposé, le crowd funding maintenant avec une série de plateforme qui se met en place, c'est peut-être aussi une réponse au fait que l'entrée en bourse est devenue quelque chose de très lourd. Il faut savoir aussi qu'en fait entrée en bourse ce n'est pas le tout, mais les groupes qui sont maintenant cotée en bourse sont devenus des groupes de plus en plus gros en taille économique aussi et donc ça cela fait aussi une partie de la nécessaire évolution de la réglementation dans ce domaine-là. Et c'est probablement aussi pour ça que des bourses comme Euronext et probablement pas mal d'autres, aux Etats-Unis, il y a différents marchés aussi, mais Euronext a aussi commencé à créer des marchés secondaires, Venture Next, qui ont un niveau d'exigences beaucoup plus bas que la cotation principale parce que c'est devenu lourd. Et la cotation principale, elle est faite aussi pour des sociétés qui sont dans le Bel20 et ont une telle taille économique qu'il faut un certain nombre de règles un petit peu plus précise.

T- D'accord. Merci de m'avoir reçu. Vous avez quelque chose d'autre à rajouter ?

P- Non rien de particulier. Je vais quand même vous donner tout ça si vous avez encore des questions.

ANNEXE 11 : ENTRETIEN AVEC MADAME VALÉRIE KIBIETA, EXTERNAL COMMUNICATION & INVESTOR RELATIONS DIRECTOR, RÉALISÉE LE 29 MAI 2015

T- Bonjour, je suis étudiant à la Louvain School of Management en dernière année de master et je réalise un mémoire concernant la problématique suivante :

Comment une organisation peut-elle garder un œil sur les décisions stratégiques primordiales pour la santé de l'entreprise tout en gérant à la fois les effets post-IPO liés au marché boursier?

Pour ce faire, je conduis une série d'interview dans le but d'éclaircir mes hypothèses élaborées principalement à partir de ma revue de la littérature.

Grâce à votre contribution et celle d'autres managers faisant partie de mon échantillon d'organisation, je tenterai d'apporter un meilleur guide aux équipes managériales voulant s'introduire en bourse en leur rendant compte des dangers à peser, mais aussi des éventuelles solutions pour assurer à long terme la bonne santé de l'entreprise lorsqu'elle traverse ce genre d'évènement transformationnelle.

L'entretien se déroule comme suit :

Plusieurs séries de sous questions sont introduites, chacune reflétant un changement ou un danger lié aux IPO et affectant la structure de l'organisation, mais aussi le comportement des agents au sein de celle-ci sur base de mes recherches théoriques. Votre expérience sur le terrain est ensuite interrogée pour connaître votre point de vue pratique, vos anecdotes ou toutes informations que vous jugez pertinentes dans le cadre de mon étude.

Parmi les thèmes abordés, on retrouve :

- les régulations sur les marchés boursiers liées aux crises financières.
- La théorie de l'agence et l'écart entre le contrôle et la propriété de l'organisation.
- L'hétérogénéité de l'actionnariat et du conseil d'administration les représentant
- Les mécanismes de gouvernances

- Le comportement des agents/équipes managériales/CEO

Avant de réellement commencer l'interview, je tiens à dire que l'ensemble des faits racontés restera entièrement confidentiel et uniquement utilisés pour la réalisation de mon mémoire.

Pour commencer je vais juste vous proposer de vous présenter et votre parcours professionnels jusque maintenant à la place que vous occupez.

V- Je suis Valérie Kibieta. Je suis en charge de la communication externe et de la relation investisseurs chez Cofinimmo. Je travaille dans la société depuis octobre 2011. Avant cela je travaillais à la trésorerie d'une société qui s'appelle Rémy-Cointreau, une société française spécialiste en boisson alcoolisée, notamment le Cointreau et le cognac où j'ai travaillé pendant un peu plus d 4 ans et avant ça j'ai travaillé pendant 7 ans à la trésorerie de Belgacom. Donc en fait moi j'ai un parcours plutôt trésorier. J'ai fait des études à LLN également en économie et j'ai également fait un master en finance à LLN et tout récemment j'ai terminé un MBA en Angleterre à la Henley Business School.

T- Ah oui près de Reading. J'ai fait un stage d'entreprise à Bisley à Woking dans le Surrey.

V- Ah oui donc voilà chez fait un MBA en flexible Learning, c'est-à-dire qu'on avait des sessions sur place et aussi on étudie de la maison pendant 3 ans et demi.

T-Ah oui c'est conséquent.

V- C'est assez long

T- Félicitation

V- Je suis contente d'avoir terminé ça. C'est une très chouette expérience même si ce n'est pas évident d'étudier et de travailler en même temps.

T- C'est un challenge !

V- Oui, c'est un gros challenge.

T- Et maintenant ici au sein de l'organisation Cofinimmo, comment vous sentez-vous considérer par rapport à votre poste ?

V- Et bien disons que j'ai commencé en 2011, au départ je m'occupais uniquement de tout ce qui était relation investisseurs donc investor relations et il y avait quelqu'un qui était en charge de la communication corporate. Ensuite cette personne fin 2013 elle est partie et à ce moment-là moi j'ai demandé de pouvoir chapoter toute la communication. Aussi bien communication corporate que les relations avec les investisseurs sachant que l'on est une société immobilière, mais c'est quand même très financier. Et donc du coup pour la communication corporate il faut quand même avoir des bonnes connaissances financières pour pouvoir être à même de bien communiquer avec les interlocuteurs. Donc quelqu'un qui aurait une formation qu'en communication, marketing par exemple, c'était le cas de la personne qui s'occupait de ça avant, elle aura quand même un peu de difficulté parce que c'est tellement financier que finalement pour être vraiment à l'aise avec les chiffres faut quand même avoir une bonne base financière. Donc du coup moi j'ai demandé qu'investor relations et communication corporate soit rassemblé dans une même équipe et donc moi j'ai pris la direction de cette équipe et donc moi actuellement je dirige l'équipe et puis il y a 3 personnes dans l'équipe. Une personne qui fait vraiment plus investor relations, une personne pour la communication corporate et un assistant qui aide un petit peu tout le monde.

T- Vous avez déjà participé à une IPO ?

V-Non parce qu'en fait Cofinimmo est rentré en bourse en 1994 et donc du coup moi je suis arrivée en 2011 donc l'IPO avait déjà été faite. Par contre, on est régulièrement sur les marchés des capitaux et là

tout récemment je ne sais pas si vous avez éventuellement vu dans les news, mais on vient de terminer une augmentation de capital qui a débuté le 22 avril et qui s'est terminée le 7 mai. C'était pour un montant de 285 millions d'euros donc quand même une grosse opération qui a été un très bon succès d'ailleurs. Mais du coup à cette occasion, cela nous a amenés à rencontrer un maximum d'investisseurs en un laps de temps très court puisqu'on a environ en une semaine, on a rencontré entre 80 et 100 investisseurs.

T- Ah oui quand même. Vous avez fait une sorte de road show ?

V- Voilà on a fait un road show spécifique pour ça. Et donc on a été à Paris, Londres, Frankfurt, Munich, Luxembourg, Bruxelles évidemment et Amsterdam.

T- D'accord. On va parler des investisseurs par la suite. Ici pour l'IPO d'abord c'était une première question pour avoir aussi votre opinion. Est-ce que vous avez une opinion neutre, négative ou positive du processus d'IPO.

V- Et bien en tout cas, je dirais que le processus d'IPO et plus généralement d'accéder aux marchés des capitaux pour récolter des fonds dans le but d'investir c'est positif. Pour en tous Cofinimmo, chaque acquisition que la société a faite, elle a toujours financé ça avec moitié de l'équité moitié avec de la dette. Donc on en a besoin donc c'est positif oui.

T- Au niveau de la structure de l'organisation, est-ce que vous savez me décrire brièvement l'échelon supérieur, c'est vraiment pour avoir une idée globale ?

V- Oui donc au fait, on a bien sûr un conseil d'administration qui est composé de douze personnes. En dessous vous avez un comité de direction qui est composé de 4 personnes. Il y a le CEO, le CFO, le COO et le General Secretary.

T- D'accord et les décisions internes de l'organisation ça se passe comment ?

V- Donc au niveau du comité exécutif qui présente, qui fait des propositions au conseil d'administration. Evidemment en dessous d'un certain montant le comité de direction n'a pas besoin de demander l'avis au board évidemment. Mais pour des grosses opérations, le board doit donner son avis. Et donc en dessous du comité exécutif il y a différents head of department donc moi je suis Head of external communication et investor relations et il y a aussi un Head of Project, Head of offices, Head of health care.

T- Ça c'est les départements ou parfois ça peut être deux départements repris par un ?

V- Non en général c'est vraiment les Head of c'est à chaque fois un département. Je vous laisserai un exemplaire.

T- OK d'accord. Maintenant je vais vous poser une question par rapport au marché boursier puisque vous êtes coté en bourse. Est-ce que vous percevez des stratégies adaptées au fait que l'entreprise est cotée en bourse ? Déjà il y a le département relation investisseurs qui est spécifique au marché, mais peut-être un petit m'explique comment ça se passe aux niveaux des stratégies, de la gestion des investisseurs. Vous les voyez régulièrement ?

V- Alors au niveau de la gestion des investisseurs, nous notre objectif évidemment c'est d'avoir le maximum d'actionnaires possibles et le maximum d'investisseurs qui achètent des actions Cofinimmo puisque le but évidemment c'est d'avoir un cours de bourse qui se maintient et qui s'accroît dans le temps. Donc le but c'est de rencontrer le maximum d'investisseurs, nous ont déjà une base de données d'investisseurs potentielles partout en Europe et aussi dans le monde. Donc on peut déjà établir une liste de gros fonds d'investissements, fond de pension ou autres qui potentiellement seraient intéressés à investir dans l'immobilier puisqu'on sait déterminer sur base des Databases s'ils ont déjà des actions en sociétés immobilières. Ça c'est un premier tri que l'on fait. Ensuite sur base de ça, on essaie d'organiser des road show pour les rencontrer. Pour ce faire on est pas seul, on est aidé par des brokers ou des banques

qui nous aide justement à organiser ces réunions parce que pour nous c'est un petit peu difficile d'aller en frontale, d'aller directement les contacter c'est mieux de passer par une banque qui elle va contacter ses clients, c'est-à-dire des investisseurs potentielles pour nous et organiser les rendez-vous. On le fait de manière régulière, c'est-à-dire à chaque fois que l'on sort nos résultats trimestriels puisque l'on est une société cote on est obligé de sortir nos résultats tous les trimestres. Et donc après chaque résultat, on va en road show et on va voir les investisseurs et actionnaires pour les présenter les derniers de la société et la stratégie de l'entreprise à long terme.

T- Justement la stratégie à long terme elle, c'est plutôt l'investissement de biens immobilier, ça c'est une autre partie finalement.

V- Oui donc nous on a besoin des capitaux qu'on reçoit d'un côté pour tout ce qui est dette et d'un autre côté du marché des capitaux donc de l'equity pour pouvoir investir après en immobilier

T- Donc en fait c'est bien lié ? Contrairement à des autres groupes qui sont placés en bourse, fin si c'est toujours lié évidemment pour des projets,... mais dans ce cas-ci sans investisseurs le business ne fonctionnerait pas ?

V- On ne pourrait pas avoir un portefeuille aussi important en tous les cas. C'est-à-dire que l'on pourrait très bien se dire que l'on n'a pas besoin d'investisseurs, on va juste utiliser de la dette bancaire, on demande juste aux banques de nous prêter de l'argent cela voudrait dire que l'on est endetté à hauteur de 100%. Ce qui est un danger pour la société. C'est mieux d'avoir des sources de financement qui soit un peu diversifié, d'avoir un endettement qui soit limité parce qu'au-dessus d'un certain montant d'endettement, c'est carrément la santé de la société qui est mis en danger.

T- Et puis je suppose que pour l'emprunt bancaire ça devient difficile

V- Et puis pour l'emprunt bancaire ça devient difficile si l'on est déjà extrêmement endetté, cela devient difficile après de faire des nouvelles acquisitions et de pouvoir trouver des fonds, d'où l'intérêt toujours d'avoir moitié endettement moitié equity. Donc il y a vraiment un lien dans le sens où toutes les opérations que l'on a faites sur le marché pour lever de l'equity on était faite dans le but après d'investir dans des actifs immobilier.

T- Donc il y a une réelle priorité à se concentrer sur le marché ?

V- Oui il y a une réelle priorité d'avoir un accès régulier sur le marché des capitaux, lever des capitaux régulièrement, là cette année on a fait une augmentation de capital, mais les années précédentes par exemple on a donné la possibilité à nos actionnaires de recevoir leur dividende sous forme d'actions donc au lieu de déboursier du cash on leur a dit et bien vous pouvez recevoir votre dividende sous forme d'actions Cofinimmo et c'est aussi un moyen pour nous d'indirectement lever de l'equity. Donc c'est extrêmement important d'avoir accès au marché equity, cela nous permet justement de pouvoir continuer nos investissements

T-Et au niveau des stratégies long terme, cela ne désoriente pas ?

V- Disons que c'est assez délicat parce que bon c'est toujours la question que l'on a régulièrement c'est de se dire, est ce que l'on va d'abord sur le marché on lève l'argent et puis on trouve des acquisitions ou est-ce que l'on fait d'abord les acquisitions et puis on va chercher l'argent. C'est la question que l'on a eu, notamment pour l'augmentation de capital que l'on a fait juste maintenant donc on a levé 285 million mais on avait pas d'acquisition précise, de deal précis derrière cette opération et donc beaucoup d'investisseurs nous ont dit ok vous venez nous demandez de l'argent, mais quel est le projet ? On a un projet global d'ici les 3 prochaines années qui est un pot d'investissement que l'on a identifié, mais il n'y a encore rien de signer et les investisseurs ils aimeraient bien plutôt voir des choses déjà signer avant entre guillemet de mettre la main à la poche et d'acheter des actions Cofinimmo. Donc effectivement en terme de stratégie cela peut être un peu délicat de dire est ce que je prends finalement le risque d'acheter

et puis de trouver l'argent après. Le problème c'est que si vous aller devant une contrepartie et que vous lui dite et bien j'aimerais bien acheter vos actifs, mais il faudrait d'abord que je trouve l'argent, il risque de dire et bien non moi je vais voir ailleurs parce que je ne suis pas sûr que vous allez pouvoir lever les fonds nécessaires donc c'est un équilibre qui est assez délicat et qui effectivement est assez compliqué.

T- D'accord. On va encore en discuter après, mais maintenant on va juste parler des investisseurs. Vous savez un peu me décrire la composition d'actionnaire, propriétaire d'entreprise.

V- Ce que je vais faire c'est que je vais vous envoyer un slide avec la composition. Mais en gros en tout cas si l'on regarde au niveau des investisseurs institutionnels. On a un quart belge, 20% US, 20% UK et puis le reste réparti un peu partout en Europe.

T- C'est que des investisseurs institutionnels ?

V- Ça c'est pour les institutionnelles

T- Et les institutionnelles représente

V- Ils représentent environ 40% de notre actionnariat et 60% en fait ce sont des particuliers.

T-Est-ce qu'il y aurait des ventures capitalistes, business Angels

V- Non

T-Des membres de la famille ou des fondateurs ?

V- Alors le fondateur c'est la banque Degroof qui est un des fondateurs de la société et eux ont effectivement des actions, mais pas une part suffisamment importante. Ils ont des actions, mais c'est assez spéciale parce que c'est une banque privé et donc ils ont des fonds qu'ils gèrent pour des personnes indirectement. Ils ont évidemment beaucoup d'actions Cofinimmo, mais qui leur appartiennent pas directement.

T- Le fondateur, vous dites que c'est la banque degroof, mais est ce qu'il y a un individu ?

V- Non ce n'est pas un individu c'est vraiment la banque elle-même qui aidé à créer Cofinimmo. Il y n'y pas d'individu en fait.

T- Dans les institutionnels, vous m'avez dit qu'il y a des fonds de pension ou des fonds professionnels ?

V- Oui on a des fonds de pension, des fonds d'investissements, des compagnies d'assurances. Au fait nos premiers investisseurs sont des compagnies d'assurances. Donc il y a notamment la compagnie d'assurance Allianz qui a environ 3% d capital, on a également Belfius insurance qui aussi environ un peu moins de 3%, on a un grand fond de pension norvégien Norges bank qui a environ 2%. Donc voilà, mais le maximum c'est 2-3%, il y a personne qui a plus de 2-3%.

T- Justement j'allais vous poser la question de savoir comment les décisions qui sont prises au sein de l'organisation sont affectés par ces investisseurs. Est-ce qu'il y a des investisseurs qui ont plus leur mot à dire que d'autres ?

V- Oui alors évidemment, il y a Allianz qui représenté dans le conseil d'administration, un de nos administrateurs représente Allianz, un autre administrateur représente Belfius insurance. Donc du coup ils ont une place au board et directement ils ont plus d'influence que les autres.

T- Est-ce que tous les actionnaires ont finalement un représentant au board puisque le board of directors reflète un petit peu l'actionnariat ?

V- En fait dans le board vous avez 4 personnes qui sont des administrateurs indépendant donc qui représente personne en fait, il y en a 4 qui ne sont pas indépendant et représente 4 actionnaires différents et les 4 autres ce sont les membres du comité exécutif en fait.

T- D'accord. On va revenir au conseil dans 5 minutes, mais par rapport toujours aux investisseurs j'allais vous demander s'il y en a un qui est plus bénéfique que l'autre dans l'organisation, est ce qu'il y a certains investisseurs qui s'engage beaucoup plus dans l'organisation que d'autres par rapport au pourcentage qu'ils ont peut-être détenu ou par rapport au fait qu'ils soient plutôt institutionnelle plutôt qu'individuelle ?

V- Disons que c'est très compliqué de communiquer avec les actionnaires particuliers parce que souvent ces personnes-là, ils viennent juste à l'assemblée générale, une fois par an, et à cette occasion ils posent éventuellement des questions, mais il y en a pas tellement qui viennent finalement à l'assemblée générale donc je dirais avec les particuliers c'est un tout petit peu plus compliqué d'avoir un dialogue. Après pour les institutionnelles, on écoute bien sûr leur feedback, on les voit bien sûr en road show, mais ce n'est pas les investisseurs qui vont dicter la stratégie de la société. Donc le management décide d'une stratégie qui est approuvée par le conseil d'administration, on tient compte effectivement des remarques des investisseurs, mais voilà on ne fait pas une stratégie en fonction de l'avis de l'un ou de l'autre.

T- Ok. Est-ce que vous avez des outils pour essayer d'aligner un petit peu les motivations de l'équipe managériale avec ceux des investisseurs ? Dans le sens où je vais peut-être parler d'un pourcentage de propriété qui est détenu par l'organisation, par des membres internes de l'organisation pour justement se sentir concerné par la prise de risque.

V-Oui tout à fait, il y a le programme stock-options pour les membres du comité exécutif et ils ont un bonus variables qui dépend de certains objectifs.

T-Bonus long terme ou court terme. Les deux ?

V-Non je crois qu'il y a que long terme

T-Oui donc c'est 3 ans ?

V-Oui donc tout ça est très bien expliqué dans le rapport annuel dans la partie gouvernance où on explique en détail comment déterminer le bonus des membres du comité exécutif, mais effectivement c'est un bonus long terme sur base d'objectif qui sont fixés chaque année et c'est objectifs là sont d'ailleurs mis dans le rapport annuel aussi.

T- Vous pensez que c'est une bonne chose ?

V- Oui c'est une bonne chose parce que je pense que c'est important que le management ait l'ambition d'avoir une performance qui soit pérenne sur le long terme et donc si leur objectif et leur rémunération est lié à la réalisation de ces objectifs c'est tout à fait une bonne chose pour l'actionnaire et les investisseurs et c'est rassurant de savoir aussi que le management est là pour prendre des décisions à long terme.

T- Maintenant on va parler de l'équipe managérial, ce qui m'intéresse c'est de savoir s'il y a eu des changements s'ils sont ensemble depuis longtemps dans l'organisation ou est-ce que récemment il y a peut-être eu des changements ?

V- Oui alors la plupart à part le CFO sont dans la société depuis au moins 10 ans. Il y a eu récemment un changement c'est-à-dire qu'en début 2013, le CFO qui était dans la société depuis 15 ans a quitté Cofinimmo. Il a été remplacé en octobre 2014 par un nouveau CFO, Jérôme Descamps, qui est français et donc voilà on va dire que c'est le changement le plus récent qu'il y a eu dans le comité exécutif, mais sinon ils sont tous dans la société depuis.

T-Il y a eu une raison particulière à son départ ?

V- Mais en fait, le départ de l'ancien CFO donc Marc Hellemans, il est parti parce qu'il était dans la société depuis déjà 15 ans et ils avaient vraiment une cible très entrepreneuriale et ils avaient plus envie de retourner dans une société qui a encore une volonté de s'étendre de croître très rapidement en fait. Chez Cofinimmo, on atteint quand même une certaine taille et donc on ne peut plus croître aussi vite qu'il y a 10 ans par exemple. Je pense qu'il avait un envie de retrouver ce nouveau challenge ailleurs. Mais donc il est parti en très bon termes.

T- Maintenant c'est une question un petit peu plus subjective, on va dire, mais on voit parfois, enfin dans le cas de Cofinimmo c'est tout petit peu différent puisque l'on utilise le marché boursier pour justement les activités de l'entreprise, mais il y a d'autres organisation qui ont une industrie totalement différente qui peut-être l'alimentation, le pharmaceutique ou d'autres choses et on voit finalement parfois des biais psychologiques qui les distraient un petit peu du long terme, des stratégies centrales de l'organisation, du développement de produit, R&D pour des stratégies qui sont vraiment spécifique au cours des activités de l'entreprise. Et puis d'un autre côté, il y a tout ce qui est performance de l'action, contrôle des investisseurs, résultats comptables, parfois des travaux marketing autour de ça. Est-ce que vous pensez qu'une équipe managériale, surtout je parle du haut échelon, pourrait parfois se faire distraire, pas spécialement pour cette organisation ci mais je parle de manière générale.

V- Je pense effectivement que de manière générale, l'évolution du cours de bourse même si ce n'est pas quelque chose qu'il faut regarder tout le temps, c'est quand même un point qui préoccupe toute les sociétés cotées. Et donc je dirais que du coup, il peut y avoir en tous cas pour les managers qui ont une vision à plus court terme, être focalisé que sur le cours de bourse au lieu de s'occuper des questions plus opérationnelles ;

T- On va voir aussi après qu'il y a eu plusieurs crises financières avec des régulations qui se sont mis en place surtout en fait aux Etats-Unis, Sarbanes-Oxley, Dodd Frank Act. C'est vrai que c'est régulations permettent de protéger les investisseurs, les consommateurs et c'est une bonne chose, mais à côté de ça il y a une responsabilisation au niveau du CEO et des CFO qui est de plus en plus grande, des restrictions qui les poussent finalement à se concentrer énormément, à dépenser énormément de temps là-dedans et qui finalement les distraient involontairement, ils ont pas le choix.

V- Disons que ce qui se passe c'est que l'on passe beaucoup de temps à faire du reporting, c'est-à-dire que le fait d'être coté nous oblige à avoir un reporting trimestriel sur les comptes donc ce qui est quand même à chaque fois assez lourd parce que chaque trimestre, il faut publier les comptes, la SFMA qui est l'autorité de régulation pour les sociétés cotées en Belgique a quand même, impose pas mal de contraintes pour les sociétés cotées. En plus nous on est une société immobilière réglementée donc on a encore toute une série de contraintes en plus. Je sais pas si vous connaissez un petit peu comment ça fonctionne, mais donc Cofinimmo, on ne paie pas d'impôt en fait du fait de ce statut là mais en échange on est obligé de distribuer 80 % de nos revenus sur nos dividendes. Ce qui est énorme, mais c'est la contrepartie pour ne pas payer d'impôt. Donc ça veut dire que nous du fait de cette contrainte, la plupart des actionnaires qui achètent des actions Cofinimmo, l'achètent pour le dividende donc ça veut dire que ce dividende il est créé par les activités immobilières que l'on fait qui nous rapporte des cash-flows et c'est cash-flow là sont bien évidemment redistribués sur nos dividendes, à nos actionnaires. Donc quelque part, on doit faire attention au cours de bourse, au reporting. Mais on ne peut pas trop s'éloigner du core business, c'est-à-dire qui est l'activité immobilière puisque c'est celle-là qui nous permet de distribuer un dividende aux actionnaires. Donc on doit être en fait 100% occupé sur les activités immobilières et pouvoir aussi répondre aux contraintes en termes de régulations, en termes de reporting et faire des road shows, ... Il faut trouver un équilibre entre les deux.

T-D'accord. Le fondateur ici on avait dit que c'était la banque Degroof. En fait la question c'est qu'il y a par exemple Steve Job, Bill Gates ont une certaine image sur l'entreprise, ils sont les architectes en

fait de l'organisation, des stratégies de l'organisation et ils ont une certaine image sur les employés en tout cas en interne et même les investisseurs associe finalement l'entreprise à une personne, à un individu. Est-ce que vous pensez que c'est important pour un fondateur de faire encore partie d'une équipe managériale. Je parle ici dans le sens où l'entreprise est par exemple cotée en bourse, on voit souvent suite ou pendant l'IPO, l'appel à un manager professionnel externe qui est spécialisé plutôt dans le marché boursier. Qu'est-ce que vous pensez qui est plus intéressant, pour et contre ?

V-Je pense en tous cas que c'est important d'avoir un management qui est dans la société depuis un certain temps. Parce que je pense que cela rassure les investisseurs qui sont institutionnelles ou particuliers. Le fait d'avoir un management stable c'est souvent un signe de bonne santé de la société. Donc après que ce soit le fondateur ou des gens qui sont là depuis 20 ans ou 15 ans, finalement peu importe. L'importance c'est de se dire que les personnes connaissent leur métier, sont des spécialistes et vont conduire la société vraiment sur le long terme on va dire. Donc effectivement, ils identifient la société au CEO par exemple et encore plus je pense les particuliers qui eux plus souvent retiennent le nom du patron de la société.

T- Donc un CEO finalement fondateur ou indépendant c'est important pour vous ?

V-Je pense qu'un CEO fondateur simplement en terme d'expérience va sans doute plus rassurer un investisseur. Maintenant un management qui est là depuis 15 ans c'est bien aussi

T- C'est ça qui pose les bases aussi du travail.

V- Le but c'est de ne pas avoir tous les deux ans un changement dans le management parce que là y vont dire bon la stratégie est-ce qu'elle est encore valable, est-ce qu'elle va encore changer. C'est ça je pense qui peut plus être une source d'éventuellement volatilité dans le cours de bourse c'est d'avoir un management qui change tout le temps, une stratégie qui change et du coup d'avoir des investisseurs qui décident de vendre, acheter, vendre, acheter parce qu'ils n'ont pas spécialement confiance dans le management. Donc c'est vraiment important d'avoir une équipe stable.

T- Parce que le débat qui se passe aussi c'est que finalement le fondateur à créer l'entreprise et donc une idée parfaite de son organisation et il sait exactement ou est ce qu'il veut qu'elle aille, mais parfois c'est vrai que si jamais il décide de faire une IPO, de rentrer en bourse et puis qu'il est en bourse, il est beaucoup moins expérimenté à ce niveau-là et donc parfois on a peut-être tendance à vouloir engager un nouveau CEO qui lui n'a rien fondé dans l'organisation, n'as peut-être pas des perspectives, des stratégies à long terme aussi bonne ou en tous cas autant en concordance qu'un fondateur

V- Alors il y a deux choses parce que bon un fondateur peut très bien avoir une stratégie et puis l'évolution des marchés fait que sa stratégie n'est plus valable. Dans le cas de Cofinimmo et le je pense que c'est un exemple frappant, il faut savoir qu'au début on ne faisait que du bureau. Donc jusqu'en 2005, c'était une société immobilière uniquement dans les bureaux. A partir de 2005, le marché du bureau est devenu très compliqué, c'était très difficile d'acheter des bureaux de qualité à des prix encore intéressant donc il y a vraiment eu une pression sur la capacité de l'entreprise à avoir des cash-flows à long terme et à distribuer les dividendes. A ce moment-là, le management de l'époque en 2005, a décidé d'investir dans des maisons de repos. Au départ, ils en ont acheté qu'une maintenant on en a 140. Donc on est passé d'un portefeuille avec 30 millions d'euros, maintenant on est à 1,3 milliards rien qu'en immobilier de santé, donc maison de repos, cliniques et autres. Donc si l'on avait peut-être écouté le fondateur à l'époque qui voulait faire uniquement des bureaux, peut-être que la société serait dans une situation financière beaucoup plus délicate. Maintenant le fait d'avoir justement diversifié le portefeuille, ne pas avoir fait que du bureau, mais aussi de la santé c'est quelque chose qui a été fortement apprécié par les investisseurs. Et encore maintenant, quand on va les voir en road shows, ce qui nous dise, qu'il apprécie, c'est qu'on a réussi à réagir et à diversifier le portefeuille et aller dans enseignements beaucoup plus porteur que le bureau. Donc je pense qu'un changement de stratégie parce que la stratégie n'est plus forcément bonne, ça peut aussi être une bonne chose

T- Maintenant, on va parler du conseil d'administration, on en a déjà parlé avant. On avait expliqué dans la composition qu'il y avait 4 administrateurs qui représentent les actionnaires, 1 chaque actionnaire, 4 en internes qui faisaient partie de l'exécutif comite et les 4 autres qui étaient indépendant. Pour les 4 membres qui représentent les actionnaires, est-ce que c'est actionnaires sont majoritaires ou ont plus de pourcentage que les autres ?

V-Oui et bien en fait c'est parce qu'en fait Allianz ils ont environ 3%, Belfius aussi environ 3%, donc Degroof ils ont moins, mais ils ont beaucoup en sous-gestion pour justement des particuliers.

T- Et ils étaient peut-être là avant l'IPO ?

V- Et ils étaient là oui ils étaient dès le départ dans le conseil d'administration

T- Les quatre c'étaient des investisseurs pré-IPO déjà en fait ? Private equity ou public

V- Non, il y avait que la banque Degroof qui était là avant. Les autres sont venus après, une fois qu'il y a eu l'entrée en bourse. Alors Allianz a acheté un certain nombre d'actions, Belfius insurance aussi et c'est comme ça qu'ils ont eu une place dans le board. Il faut savoir qu'Allianz a une époque ils avaient plus de 7% dans la société. Belfius aussi ils avaient entre 5 et 7%. Mais les compagnies d'assurance ont progressivement réduit leurs parts dans Cofinimmo. Maintenant, historiquement, ils ont toujours été présent et donc ils sont restés dans le board mais leurs parts a en fait diminuer puisque maintenant ils n'ont plus que 2-3 %.

T- D'accord au niveau de la structure en fait. Comment ça se passe en fait. Donc il y a les membres indépendants, les membres internes. Est-ce que vous pensez que c'est important d'avoir des directeurs indépendants puisqu'en fait on voit par exemple avec la théorie de l'agence qu'il y a le conseil d'administration qui joue normalement un petit peu le rôle de policier, de contrôleur des décisions managériales. Maintenant c'est vrai que si c'est décision managériale sont déjà pris par des membres internes et qu'ils sont déjà présent dans le conseil d'administration il n'y a pas une vue extérieure, mais justement par les indépendants.

V-Oui oui c'est vrai que c'est une situation un peu particulière parce que ce n'est pas toutes les sociétés qui ont les membres du comité exécutif qui se retrouve aussi dans le conseil d'administration. C'est vrai que c'est effectivement un peu particulier. Ceci dit, ils sont quatre donc il y a quand même huit autres personnes qui donnent aussi leurs avis. Et donc c'est bien justement d'avoir des indépendants, enfin un mélange d'indépendants et de personnes non indépendantes qui représente les actionnaires. En général ceux qui représente les actionnaires auront des intérêts on va dire un peu biaisé puisque les représentants des actionnaires c'est de s'assurer que les dividendes reste au même niveau et soit même augmenté. Alors que les indépendants pourraient se dire non pourquoi pas diminuer le dividende et garder plus d'argent pour des nouveaux investissements par exemple. Donc il peut y avoir à ce niveau-là des avis divergents, mais bon, c'est le but d'un conseil d'avoir des avis différents, parce que si dans un conseil y a que des personnes qui disent oui à tout, c'est un conseil inutile en fait.

T- Et le président du conseil ?

V- C'est André Bergen, l'ancien CEO de KBC.

T-Donc on voit ici une autre théorie qui s'appelle le dual leadership où en fait on propose de séparer le rôle de CEO et de président du conseil par deux personnes distinctes.

V-Oui tout à fait, il y a le président c'est André Bergen et le CEO Jean-Edouard Carbonelle donc c'est bien deux personnes différentes l'un pour le poste de CEO et l'autre pour président du conseil oui.

T- Ok. Et vous pensez que pour des sociétés cotée en bourse, cela a un côté important. Oui c'est important, je pense que d'un point de vue de gouvernance c'est très très mal perçue d'avoir une personne

qui va... parce que c'est une personne qui fait à la fois juge-arbitre en fait et en terme de gouvernance c'est important de séparer les deux.

V- Et les décisions que vous m'aviez dit qui se faisait à partir d'un certain montant c'est

V- Oui tout à fait et le montant c'est de tête je pense que c'est 20 millions.

T- Et dans le conseil je pense qu'il y a majoritairement des directeurs indépendants puisque je pense qu'avec la loi belge...

V- Oui de toute façon on est obligé d'avoir un certains nombres d'administrateurs indépendant, c'est obligé. Et même je pense pour les investisseurs, en général, ils préfèrent d'avoir un maximum d'administrateurs indépendants. Donc il y a même des assemblées générale ou simplement certaines décisions pourrait être refusée ou il y aurait un vote négatif simplement parce qu'ils estiment qu'en terme de gouvernance il n'y a pas assez d'indépendant par exemple et donc il voterait contre simplement à cause de cette raison. Donc c'est effectivement important d'en avoir suffisamment.

T- Et pour le conseil d'administration, cela représente quoi pour vous dans la société. Est-ce qu'il est utile et si c'est utile pour quelles raisons vraiment ?

V- Je pense que c'est important parce que dans le conseil d'administration, il y a des personnes qui viennent de différents horizons, donc de l'assurance, de la banque, de l'immobilier et donc ce sont des gens qui peuvent avoir des visions un petit peu différentes et qu'ils sont capable de challenger le management parce que je pense que le management est amenés à recevoir beaucoup de dossier et c'est bien d'avoir aussi quelqu'un qui peut poser des questions auxquels le management n'avait pas pensé et cela donne une certaine guidance aussi sur la stratégie à long terme de la société donc c'est important oui.

T-Parce qu'eux y représente en quelque sorte, ils sont les contrôleurs du management pour dire oui ou non aux décisions, mais y sont aussi en quelques sorte les représentant des investisseurs, indirectement on les appelle aussi un petit peu la voie portante des investisseurs puisque les investisseurs dans le marché ne savent rien dire

V- Exactement donc le rôle du conseil c'est aussi de s'assurer que les décisions qui sont prise par le management soit effectivement en ligne avec les intérêts des investisseurs. Effectivement la question que se pose le conseil c'est de s'assurer que le projet d'investissement proposé reste en ligne avec la stratégie que le conseil directeur a fixé et donc ils s'assurent que les projets apportés par le management soit toujours en ligne avec les stratégies. Stratégie qui elle-même est définie en fonction des investisseurs et de cette volonté de vouloir distribuer un dividende importante aux actionnaires.

T- Finalement en fait il joue un petit peu aussi le rôle de liaison dans les stratégies, bon il y a le marché boursier et tout ça dont on parlait avant et puis les activités principales et eux en étant justement la voie portante peuvent un petit peu balancer les deux l'exécutif comite et les investisseurs et finalement prendre des décisions

V- Le conseil d'administration est vraiment un pilier dans ce sens, il doit essayer de rassembler les deux.

T- D'accord. J'avais parlé des régulations la tout à l'heure suite aux crises financières qui justement apparaissent un ou deux ans après qu'i y ait eu les dégâts en fait. On avait dit justement que oui ça protégeait les investisseurs, les marchés. Maintenant pour des entreprises qui décident aujourd'hui d'entrer en bourse, qu'elle soit jeune ou mature, je pense qu'il y a déjà une différence entre le marché européen belge et ce qui se passe aux Etats-Unis en termes de régulations je pense qu'il y a beaucoup plus de paperasse la bas et c'est sans doute beaucoup plus strictes. Est-ce que vous pensez qu'aujourd'hui ces régulations ne sont pas parfois un obstacle à la volonté d'entrer en bourse ?

V- Oui je pense aussi que le fait que ce soit de plus en plus lourd freine éventuellement l'entrée en bourse, mais freine aussi l'accès au marché equity. Déjà nous pour faire une augmentation de capital, tous les documents qui ont été transmis aux investisseurs, chaque document a dû être revu par la SFMA donc par les autorités de régulation. Donc ça veut que l'on changeait un mot on devait le renvoyer à la SFMA pour qui le relise et qui contrôle donc c'est extrêmement lourd et ça peut décourager certains de se dire, je ne le fais pas. Et encore nous, on a une équipe, on a des juristes, on a fait appel à des avocats en externe qui ont suivi le dossier, mais c'est vrai que ça peut être un frein pour éventuellement faire une IPO ou aller chercher de l'equity effectivement.

T- Et cela peut aussi distraire finalement l'organisation?

V- Oui parce qu'en fait on prend plus de temps à devoir répondre à leurs questions qu'à faire autre chose et à travailler sur...

T- Donc elles auraient peut-être une vision dans un sens maintenant en voulant protéger les investisseurs et puis elles ont complètement oublié l'autre vision

V- Qui est l'aspect plus pratique business

T- Finalement c'est pour le bien des investisseurs aussi de penser à long terme à ce qu'il va falloir faire et que si jamais on protège maintenant les investisseurs dans le court terme en disant attention vous devez faire attention à ça ça et ça et bien on se laisse complètement distraire on a beaucoup plus de responsabilité et peut-être, mais je ne sais pas que dans le futur, il y aura une crise qui sera dû justement à ça et puis ils vont recréer une autre loi..

V- Peut-être, mais c'est vrai que trop de contrôle crée l'effet inverse, c'est-à-dire que la SFMA à sous prétexte qu'il faut donner l'information la plus transparente possible. Finalement, il demande un tel niveau de complexité que l'on se demande encore si les investisseurs comprennent ce qu'on leur donne comme information. Et nous ça nous prend énormément de temps et du coup c'est tout ce temps-là que l'on ne peut pas consacrer aux vraies activités de la société.

T- D'accord. Une dernière petite question pour terminer. Est-ce que vous pensez que l'IPO c'est le meilleur moyen encore aujourd'hui d'investir pour une société ?

V- Oui surtout aujourd'hui, on voit énormément d'IPO en ce moment surtout dans le marché immobilier notamment et au fait il y a de l'argent en fait. Donc en ce moment si quelqu'un doit lever du capital, faire une IPO, c'est le bon moment parce que les taux d'intérêts sont tellement bas qu'il y a énormément d'investisseurs qui cherchent des bonnes opportunités pour investir en action.

T- Et au niveau des frais ?

V- Oui bien sûr il y a des frais. Parce qu'il faut souvent des avocats qui doivent travailler dessus, faut payer Euronext quand on fait une IPO

T- Les souscripteurs, banques institutionnelles ?

V- Les banques qui aident à faire l'opération. Elles demandent aussi un certain nombre de fees. Cela a un coût bien sûr, mais en tous cas à l'heure actuelle c'est toujours une bonne opération de faire des IPO.

T- En général, c'est assez conséquent, c'est pour des entreprises qui, aussi parce que bon il y a les acquisitions qui est petit peu l'autre façon de faire.

V- Oui tout à fait. Mais en ce moment, on est dans un environnement où les taux sont tellement bas que lever du capital pour des sociétés, en général ils vont trouver des investisseurs quoi qui vont souscrire à l'IPO parce que il n'y a pas tellement d'autres moyens de trouver des investissements intéressants. Pour des investisseurs institutionnels, s'ils achètent des obligations d'Etat, ils ont quasi rien, c'est 0% les taux d'intérêts donc oui l'IPO c'est intéressant oui.

T-OK. Pour ma question principale, vous aviez encore quelque chose à rajouter ? Et bien vous l'avez dit c'est vraiment les deux... Parce que moi bien évidemment mon but c'est de trouver des outils, la façon de faire, c'est un challenge parce que c'est vrai que y a une distinction, y a des choses à faire.

V - Je pense qu'en tous cas pour tout ce qui est relation avec les investisseurs surtout pour une société qui a une certaine taille, ce qui est important c'est d'avoir un bon département investor relation parce qu'effectivement cela prend du temps d'interagir avec les investisseurs, quelqu'un pour organiser le road show, prendre le feedback après les rendez-vous. Donc c'est effectivement important, cela a un coût évidemment d'avoir une équipe investor relations, mais c'est un des outils qui permet justement au management de pouvoir gérer cet aspect plus investisseurs et de savoir surtout ce que les investisseurs pensent de la stratégie de la société. C'est un bon moyen finalement de collecter le feedback.

T- Et pour les stratégies à long terme si jamais ce département-là est beaucoup plus concentrés sur le marché financier, sur les investisseurs et l'attention qui apportent à eux. Pour le reste, pour la R&D, est-ce qu'il faudrait les séparer de l'autre département. Comment est-ce que les deux pourraient être autogérer. En disant, voilà nous on a ça, on fait attention aux investisseurs, on fait attention à ceci, on s'occupe bien d'eux et puis il y a peut-être le département R&D qui dit oui nous on a vu ça.. Comment est-ce que les deux se combinent ? L'assemblée générale ?

V-Oui l'assemblée générale effectivement, mais je pense que si tout d'un coup le département R&D a des nouvelles idées, je pense qu'il fait s'assurer que la stratégie soit en ligne avec la stratégie qui a été annoncé par le management et qui est connu des investisseurs. Par exemple, nous chez Cofinimmo, notre stratégie on l'a dit c'est du bureau et du mobilier de santé, on veut continuer à croître surtout en immobilier de santé, c'est là vraiment qu'on pense que l'on a le plus de croissance possible. Si maintenant tout d'un coup on a quelqu'un qui a une idée et qui veut faire du résidentielle, des appartements par exemple ou du logement sociale. Oui l'idée est peut-être bonne, mais alors après il faut regarder si en terme de rendement, de stratégie, est-ce que l'on n'est pas trop loin de ce que l'on a déjà dit à nos actionnaires. Donc il faut pouvoir avoir une communication qui soit claire en terme de la stratégie que l'on veut faire et après effectivement une fois que l'on a énoncé cette stratégie, on peut difficilement trop dévier de ça parce qu'après on va avoir nos investisseurs qui vont nous dire attendez-vous nous aviez que vous c'était la santé maintenant c'est autre chose...

T- Il faut rester stable dans la transparence des stratégies

V- Voilà il faut être consistant. On peut éventuellement changer de stratégie, mais bon à ce moment-là il faut le dire et expliquer pourquoi. Donc je dirais que quelque part une des contraintes du fait d'être coté en bourse c'est que l'on doit répondre de nos actes à nos investisseurs. Donc on ne peut pas faire n'importe quoi et une fois que l'on a dit voilà ça c'est notre ligne directrice, on peut difficilement complètement changer. Donc je dirais qu'il faut être en ligne avec ce que l'on a annoncé et je pense qu'il peut très bien arriver d'avoir un accident en bourse ou tout d'un coup le cours d bourse qui chute d'une société simplement parce que le CEO a été raconté dans la presse un truc complètement incroyable et qui n'a rien avoir avec ce qui avait été dit avant par exemple. C'est très sensible ce genre de chose donc on peut -être très fort pénalisé. Donc même si le cours de bourse ce n'est pas quelque chose sur lequel il faut regarder toute les seconde, ça reste quand même un évènement important.

T- Ok et bien merci beaucoup en tous cas

V- Oui je vous en prie

ANNEXE 12 : ENTRETIEN AVEC MADAME ANTJE WITTE, CHIEF INVESTOR RELATIONS OFFICER,
RÉALISÉE LE 27 MAI 2015

Hi, I'm a student at Louvain School of Management in my last year of master and I am conducting a thesis concerning the following problematic:

How can an organization keep an eye on strategic decision essential for the company's health while dealing with the influence of post –IPO consequences on the stock exchange market?

To do so, I interview a sample of company part of the BEL 20 to help me clarify my hypothesis based on theoretical information

Thanks to your contribution and other manager's part of my sample, I will attempt to come out with a guide for managerial team willing to go public by giving them the danger to weight but also the possible solution to ensure the good health of the company in the long term while going through these type of organizational events.

So the interview goes as follow:

I will first ask you to present yourself and your professional experience. After that 4 or 5 sets of questions based on different topics related to my hypothesis will be presented. Your experience on the field, your practical point of view, anecdote, and any information that you judge relevant will be of great help.

We will talk about:

- Agency theory
- Governance mechanisms
- Heterogeneity of investors
- Managerial behaviors

Before really starting the interview, I would like to mention that all the information you tell me will only be used for the purpose of my thesis and will stay entirely confidential.

So for a start I will maybe just ask you to present yourself, your career and your professional experience up to now in UCB

A: My name is Antje Witte I am German as you can hear by my accent, I have a master's degree in business administration, I started in investment banking, I worked as a buy-side and sell-side financial analyst, I did several IPOs among them German Stada which is a generic company, and indeed as you can hear from that I covered pharmaceutical stocks at HSBC and I was offered the opportunity to take over investor relations for German-based Schwarz Pharma and I was, at Schwarz I was responsible for both communication, corporate not product communication, corporate communication and investor relations reporting to the CEO. Schwarz is a so called mid-sized company, it was part of the so called MDAX, which is, the DAX is the top 30 companies in Germany and the MDAX is the next 70 companies so Schwarz Pharma belongs to the top 100 companies. And in September 2006 UCB took over Schwarz and of course because they wanted to have me on their side (you know this is a joke), so UCB took over Pharma and I had the opportunity to follow up in the same job at a now four times bigger company, and what I really like about it: a very international company. So Schwartz Pharma was already a very international, business language was English, a dominant part of our business as our investors were English speaking, US American based, but UCB has the French-Belgian dimension on top of it

T: Ok, and you entered here in UCB how long ago? in terms of years

A: In 2006, it was a takeover

T: 2006, ok.

A: So, and I studied finance, controlling and taxes. Finance, indeed accounting was not part of it, it was a pre-requisite, the master classes in finance you couldn't apply for if you don't have a bachelor in accounting.

T: Yes of course, it is the same here

A: So I use the content of my finance studies almost every day, cause portfolio's theory, all the option's models, it is exactly what's happening at the stock exchange, and my job is to put myself in the shoes of the investor and serve him or her best. Now comes your thesis topic, in the best interest of the company, so I am the bridge between the capital market and the company, and I have to make sure that the company is not pushed by the capital market to some extent, but that we, I would not say push the capital market but that we deal with the capital market in the most transparent and fair and managing-expectations way. Right, it's definitely my job to prevent that the capital market is breathing in our neck

T: Ok, well, we will have a lot of questions about that later, and it's very interesting for me to have a person like you because this is the perfect profile for me to get some data on the thesis and to validate or not my hypothesis that I have founded so far with the theoretical books and scientific world that you can find in books online and everywhere in the library

A: Yeah, by the way my thesis was about the IPO of a mid-size company, and I wanted to show that you have to protect this companies from the banks who make money on the expense of these companies, so we have absolutely the same view

T: Ok, well first I will just ask you, well you have already answered it in a way but it's just to ask subjectively how do you feel within the company, for the position you hold right now in the company, how do you feel considerate

A: I'm the chief investor relations officer, I'm the chief strategic communicator, I'm the face and the voice of the CEO and the CFO and the executive committee. That's how I see it, and that's how UCB lives it and does it, but of course there's a totally different approach which is the investor relations officer is the one who does the slides, and sits next to the CEO when the CEO is talking. I do more than 50% of all meetings on my own, with my colleagues, never walk alone, never see an investor alone so you always have somebody with you, and never let your CEO or CFO alone with an investor. But the majority of the meetings, the majority of the managing expectations messaging that's what I do, and this is the only way how I can free time and energy and resources from CEO and CFO to focus on the real objectives: managing the company and managing the strategy. So I am reporting directly to both, and I am, you know...

T: Ok, so in terms of IPO you said you have been involved in a few IPO's, now I would have to ask you what experience you get out of it in terms of opinion as well, is it neutral, negative or positive for you, the process of IPO

A: I think, I totally believe in stock exchange and IPO's, however I think it's not the right model for every company, because dealing with the capital market can be very, I mean equity is very expensive financing, it's much cheaper to do other financing, and when you go public you become so much more transparent, it's not only your accounting and your annual report that suddenly becomes public, I mean it has been public before but nobody looked at it, now suddenly everybody looks at it and it's kind of a training camp every day cause every day you get a price for your company, they tell you every day what your value is, and that's something you have to learn to deal with, because stocks only out-perform other assets over 20 years and, we all check our real estate every day? What the price is? We don't, so we should be a little bit more cool here on the other hand and let people like me do the job. So the experience

of the IPO is I feel a lot of people have a very rosy idea that it's cheap money, cheap and easy money, which I would say is definitely not the case; second they over-estimate the power of the sell-side, of the analyst, and when you are in this IPO preparations you always hear "yeah but this is what the analyst wants, is what you have to do for the analyst", my job is not called analyst relations, it is called investor relations, and that is the reason why there is a sell-side and there is a buy-side, in the beginning there was only a sell-side and people still believe it's the only (...) of sell-side analyst to make you rich, to make you a wealthy person because it's good advice for your stock, but it's not, it's the investor, and the investor, the buy-side is the guy who is dealing with your pension money, with your life insurance money, with your whatsoever, and they make the decisions, so it's important to make a difference between what is driving the sell-side analyst, what is their bonus scheme to be very precise, and what is the bonus scheme of the buy-side analyst, of an investor; and I think that's very important because very often the IPO's are being managed for the very short term success, a quarterly peak, a quarterly story? I'm overly exaggerating, while especially in my industry, the pharma industry is one of the longest investment cycle industry; car industry (my brother is an engineer in the car industry), he has to bring a new car every three to four years, for us it takes eight to twelve years to bring a new drug, so our investment cycles are so much longer that we also have to have investors who fit these investment cycles. So if you are Delhaize in the food industry that's very long term, we always have to eat lifelong but on the other side there might be cycles, much shorter cycles, that's something you really have to understand, not you I mean people, and that's why I very often think as why your thesis is so important: the link between the strategy of the company and the differentiation unique selling point, whatever you call it, of the company and its equity story there shouldn't be a difference, should be absolutely a mirror of it, and should fit. So my job for example is to attract, find and maintain investors who fit to our investment cycle, who fit to the other investors I have in this company.

T: Ok, that is one of my potential solutions actually that I have already written in the thesis that I will have to of course validate ...

A: Yeah but have a look to our, I believe the portfolio theory is also for investors so I have a, if you look to our company presentation I will have a copy for you in a minute, you will see that we have a very international investor base, also from a cultural perspective. So the American investor, I'm sorry it is very stereotyped now, you can excite American investors (...), they are much more risk interested and take risks, willing to take high risk ...

T: So you say there's a difference already between the European markets and the American markets

A: Absolutely, and within the European market, and I want to have a portfolio of this, so I need the American who is excited, who tells good stories about our company, but I can tell you in the moment we have bad news here they will smash it, you know they will sell it, they have to have no worries. The totally opposite is the German based investor, it takes ages until they make a decision to invest but then they stay with you for ages; and in between you have the London based investor, much faster, much than the rest of the UK, if we go to Edinburgh, Dublin, very knowledgeable, very good investors with a long horizon, Scandinavia as well, and Paris is becoming a very interesting investment, also more knowledgeable, more willing to take risk and decisive, willing to make decisions, while the Germans I'm sorry to say that are not willing to make decisions.

T: Ok, well we are going to talk about the investors in a little while but ...

A: Yeah ok, do you want me to get our company presentation to illustrate things?

T: Yes, why not

A: You can see the UK card was not existing when I arrived, and it was my job to enlarge the UK shareholder base, and I think it's important because when the euro crisis was at its peak I got calls from the US who said I'm very sorry but I'm not allowed to hold your stock anymore because you are Belgian,

and I was like excuse me but how do I, I mean, the company is international, it's UCB, we are not a Belgian company we are headquartered in Belgium, so I needed two minutes to get my arms around it, but they were so afraid about the euro falling apart and Belgium being the next (...) country, Portugal, Ireland, Greece and Spain, so there were these rumors, so they sold everything that was Belgian, no matter what. And you need another investor who is at that moment willing to buy your stock cause otherwise you go (...). So that's why I believe portfolio theory is also working in the investor relations

T: Ok, now for the structure of the organization, we are going to talk a bit more about the inside part of the organization, could you describe the hierarchy of the organization, the top, like CEO, CFO all that

A: So we have, we say we have a flat hierarchy but there's a functional way of wherever somebody is coming from, so we have the board of directors, it's a one (...) board system in UCB, then we have the executive committee which is shared by the CEO, and then we have the (...) reports which are the core leadership teams for the respective area, for example the CEO doesn't have a, for the CEO the executive committee is a direct leadership team

T: How many members are there in the executive team?

A: Including the CEO, 11 people. For example in finance the CFO has a core team which is the top lead of ever core function in finance, so there is somebody in accounting, somebody controlling, myself, treasury, taxes, and internal services, global businesses, services inside. So these are the core, key important people to him and they have their organization below and sometimes, for me it's just two people, as you can see we have three people in total in the team or sometimes, in controlling it's a team of 200 people, worldwide. So everything is structured worldwide, so everything centers here, it's a group headquarter, and we have people sitting in Atlanta or in Manheim or in Tokyo who directly report into somebody who is here at headquarters.

T: So the decisions are taken straight from here and are spread around the world or is there a specific decision that could be taken by the subsidiaries, anywhere in the world?

A: It depends on the topic, I mean there are many decisions which can be taken locally and, because as we have these leadership teams below the executive committee where of course somebody could be part of or is not based in Brussels, they prepare the global decisions, which then are being taken by the executive committee

T: For UCB, when did the IPO take place?

A: 1928

T: Ok, that's a long time

A: Founded and IPOed, it's the same year

T: Ok, the foundation and the IPO took place at the same time?

A: Emmanuel Janssen, founded it and took the company to the stock exchange market

T: Now we are going to talk about the stock exchange market a bit more, we are going to talk about the relation; first question, do you perceive any strategies that are adapted to the fact that the company is listed on the stock exchange market?

A: Compared to non-listed companies

T: Compared to non-listed companies, compared to the fact that of course there is already this department called investor relations which means there is something being done for the market obviously, but yes in terms of any kind of strategy compared to I would say also the other strategies of

the company that are purely research and development of new products, the strategies that are focused on the core activities of the company.

A: That's all coming together, because we get our money for certain reasons, we get our money from the investors to do R&D and neurology and immunology, so this strategy is a function of our interaction with the capital market. So we go with our equity storage to the capital market and say this is who we are, this is where we want to go, do you give me your money or not?

T: Ok, according to what's being done inside the company, so you are basically more like reflecting what are the core activities, what are the strategies and you are reflecting that on the market

A: Absolutely, because I have to give you the full company, if you notice in this presentation you see the full company, you might not see details about our production units because that's not essential for the story, but you will see a lot of information about our clinical pipeline or development project because this is essential this is future cash flow, the success of this future cash flow is a function of our expertise, do you believe we have that expertise as an investor? And the competitive environment as you rightfully said. So we have some molecules in clinical development, and then other pharma companies will have similar molecules, similar mode of action in their clinical development, and now is your job as an investor to decide who is going to make the race, who is going to win and who is going to make the most out of it, at the end of the day we are talking about cash flow, so that's why it's so important that I talk about the entire strategies of the company

T: Ok, but now it's true like you are going to reflect the strategy, you talk about the strategy to be transparent with the investors, but what I'm trying to say also is that you are going to have your kind of own strategy to also I don't know attract the investors

A: Yes, that's what we call an equity story, because the first question of an investor is who are you, where do you want to go, and they want to understand the better. If you think about the portfolio theory it's about the better you cannot diversify but it's about the alfa, the individual company risk, and the risk premium, that's what I'm dealing with. And indeed so I have a strategy about how do I want to deal with the capital market, for example UCB tries to do the walk-to-talk kind of thing: we tell you what we do and then show you what we do, but if you can see how transparent is a company can you trust the company? So we definitely don't want to surprise you. Capital markets hates surprises, because with surprises you cannot put a probability to it, right? And what do we do at the capital market? We are dealing probabilities (...) preference model. So if I'm surprising you at the capital market you are lost you don't like that. So we try to be as predictive as possible, of course some things I cannot tell you for competitive reasons and other things I cannot predict myself, that's my job to be the filter and to manage this. That's first thing, so that's how we want to deal with the capital market, trust building, long term, we can also say I am the investor relations I am here to push the story and make the best share price every day, but that's not my job, because I'm here for the long term and if I have pushed you and convinced you to buy shares and then things are not happening as I told you and I pushed you into the story you will never come back to me again and buy. But I'm here for a long term relationship, so I have also to tell you sorry that's too risky, no that's not how I see it, that's too aggressive I would be more conservative, I would put a different valuation to it, no that's not how I see it; so just when I drove over to Brussels this morning and I had a chat with a Paris based analyst who was very bullish on something and I had to tell him no, because of this reason you are too optimistic. So I have this kind of strategy, then I have a strategy about the portfolio of investors, who is the "ideal" investor I would like to have, and I have a list of top 25 investors I would like to have, and a list of my top 25 shareholders, and I have an idea of who I would like to keep and who I am not be sorry if this person or this company leaves, so I have a clear targeted approach for both the potential shareholder and the existing shareholder, I have a tiering system so the first top 25 they are tier 1 so if they call me (...) 7% of our shares, if they call me and say I have to talk to the CEO I make that happen, if you call me and say I have to talk to the CFO I'm an investor I will say ok how can I help you, my job is to filter to give the dimension

T: So the degree of importance the CEO or the top management team gives to activities on the stock exchange market or to the investors is consequent still

A: Absolutely, and I mean it's my job to make sure you understand the basic company before you meet the CEO because I don't think that the CEO's time is well invested explaining you that we have been founded in 1928, saying something, or that we are doing this kind of product, all that basic knowledge that's something I can give to you. That's my job, and then you have the understanding of the company, and then you have some strategic core questions, and you want to see that guy of course before you invest. I will make it happen and we arrange a meeting or we see each other at a conference or whatsoever, but I'm doing the cold acquisition if I may say so, I'm doing the primary contact, I'm doing the intern contact and make sure that the right people have sufficient access to CEO and CFO

T: In the investors' composition, (on the paper) you would say in terms of percentage in the composition we have still maybe founders or family members from the founder's family?

A: Correct, this is Financière de Tubize 34%, the Janssen family, Emmanuel Janssen founded the company, they have pulled their shares in another company but it's also stock listed by the way, called Financière de Tubize, and this company, so indirectly they are ...

T: This company is holding shares in UCB, is like a financial holding

A: Exactly

T: Ok, and in terms of maybe private equity investors who were there before, ah no there was no private equity before the IPO because it was founded and ...

A: To be honest I don't know, it's a little bit before my time

T: And the rest is institutional funds?

A: Yeah, the problem is while we as a company have to give a lot of transparency, our shareholders don't have to, so transparency is very limited to know our shareholders, so we have been able to identify 87% of our shareholders, there we know who they are

T: Because they hold a minimum percentage in the company or ...?

A: No, this is because they tell the custodian who is dealing with their shares, that they are unveiling their name, or they themselves have compliance filing activities but there is still a 13% of investors that we don't know who they are, and of course here the suspicion is that they are the private investors, because the private investor has no reason, no obligation to publicize his or her shareholding

T: It could be any individual ...

A: Absolutely, so the individuals are definitely here, so this pie chart are the institutions and so institutional investors, the Petercams and the KBC's of the world they still hold 4% of our shares

T: Sorry you said the Petercams and? KBC?

A: KBC, Petercam I'm just naming something ...

T: Ok, and they hold in terms of percentage, just for me to have numbers in terms of institutional investor percentage holding ...?

A: I'm not supposed to disclose their holdings, it's their job to disclose their holdings to you if they want to disclose that

T: Ok

A: I'm sorry but you can usually, they usually list where you can look that up which is the level of disclosure they are comfortable with. (have to leave the room and go next door)

A: ... the majority is growth and value funds, of course you always have some hedge funds but that's nothing I can support apart from those who are going long, you know or to hedge funds from time to time have to buy shares and not only short shares, but usually we don't have any of these kind of things, that's a typical as you rightfully say, it's a typical IPO situation today, that you have these businesses, venture capitalist, etc, etc.

T: Because they usually come up with the IPO only after a few years of development, of growth

A: Yes and usually it is their exit, so the idea is I am venture funding your company and my exit is IPO in 5 to 10 years, so that's part of their strategy today it doesn't apply for a company like me who is on the stock exchange for almost 100 years

T: Ok, now I was going to ask, according to that composition of shareholder like you said, there must be some kind of influence towards the decisions and strategy of the organization, I mean compared to the percentage they hold maybe or how do they really have their "words to say" within the company because in some part they are the owners of the company

A: They are the owners, they absolutely are the owners of course they are not majority owners, we don't have any majority owners so you get what you see and you see what you get. So I tell you as a potential investor, as a shareholder, who we are, I tell you who we are, how you can measure our success and what is our ambition, where we want to go, how do we want to make money for you, that's what it's all about, right? And that's how we have a discussion and we of course, the big funds they tell what they think we should do, and sometimes they are good ideas and sometimes they are ideas that we say sorry no that's not our strategy, our strategy is this and this and this, and this is where we go back to the portfolio theory because the investors are putting together their individual portfolio of different risks, of different opportunities and the more focused, the more pure and clear we are the better for the portfolio of the investor. The ideal company is a one product company cause then as an investor you have a pure thing, diversification is diluting the company from a portfolio theory perspective.

T: But they do have their word to say ...?

A: They do have influence in terms that we talk to each other, if we now come to ...

T: We will talk about it later but maybe there is some kind of tools that align the motivations of the investors with the one more of the top management team

A: Now we are on corporate governance, exactly. Principal and agent it is daily there, and of course that's the biggest risk, that we do something they don't want us to do, or that we are incentivized in the wrong way, the carrot on the stick is not leading in the direction they want us to go. There are two options, buy or sell the company, so go out of the investment and find a company where you find it better. And of course on the other hand is corporate governance, and here we have a clear corporate governance structure and of course there's a lot of law put into place on the European level, and while there's a specific Belgian law, which for example allows us to do a full report (like this one) twice a year, full year and half year; the European directive have been on a quarterly basis, which is by the way the American standard, Belgium never applied that, never implemented that. When I left Germany under Schwartz Pharma, of course I was used to quarterly reporting, I arrived here in Belgium and "no! we don't have to do that", we haven't taken this European directive international law yet. Meanwhile, interestingly enough, the European directive has been eased, they say it's no longer mandatory to have quarterly reporting because the feedback from investors is "you know what this quarterly reporting is just disturbing, we have crunching numbers on a regular basis and we lose contact with the overall strategy", so yes I like transparency but don't overload me with your quarterly things and I don't want, I am an investor, I don't want that the management is optimizing the (...) quarter and loses contact with

the long term goals, that's the biggest risk with quarterly reporting, so Belgium was very fortunate because it was relieved before Belgium ever put the international law, nevertheless because we are competing for international money, I have to apply international standards so we do a qualitative quarterly statement at least to say hey we are doing fine or we are having a profit, so at least you have like a water test wherever you are

T: Sorry to interrupt you but for the stocks they are just based on the Euronext, the European stock exchange market

A: For stocks who are listed in Belgium, Brussels stock exchange. If you would have been listed in Frankfurt or in London you would have been obliged to do quarterly reports, now you are free to choose

T: There is no cross boarding I mean in terms of cross listing ...

A: We don't have that, and for every smaller company, I used to be in (...) still a small company, I would advise against, because a major function of success of your share price performance is liquidity, like in a market: potatoes, do you have enough potatoes? So more shares you have the more fare is the trade if you have and illiquid situation a single demand for 50 shares can make the price jump, which you don't want you want a slow ... you don't want volatility, and my job is also to manage the volatility, so when you have different market places your shares are being traded on three different places which means your liquidity is divided between three different places, does it make sense? I can only advice against it, I did several studies on that because very often people say oh we have to have a US listing, I would strongly advice against it

T: Ok, just to finish with the investors, I wanted to know in terms of their influence in the company, if any of them have a better influence for the company in terms of its good health in the long term in terms of the worth that they have, I really want to know more about their influence on the company, how they affect positively or not

A: I mean if we don't satisfy our investors the share price goes down, because everybody exits the stock, they leave the company. That's why it's so important that you find the right investors, if you don't give them a fluffy presentation which has nothing to do with your company, because then they are only disappointed. It's like in private life, the worst thing is disappointed expectations; so our job is to manage expectations, they really know what they get when they buy the shares and they are not disappointed

T: Do you give them any guarantee?

A: No! You make a decision, do I trust this lady or do I not trust this lady, is she playing with me or is she honest? That's why we still want to have physical contact, investors are very shy of video conferences and telephone calls, that's for in between, but from time to time they want to see the people, body language, is this guy lying? Is this guy playing a role here or is he honest? You know, it's only been 1000 years since we came out of the cave so our genes still know how to read body language and that's very important. It's also, if you are not talking to general investors who invest on every kind of company, they have a very clear financial matrix, I have the privilege to work with investors who specialize in pharma industry, for example Vanguard and Wellington they are one of the leading pharma funds in the world, which are our major shareholders; so they have a lot of expertise, they talk to pharma companies all day long, so talking to them is very fruitful for us, we learn a lot, it's a professional dialogue you have with these people, and they tell you yeah I see you have dozens of products in your pipeline but Novartis also just announced they are going to do this kind of clinical trials, and you are like oh thank you for letting me know, so I can go on the web and check if I haven't seen it before; so it's this kind of exchange which is enriching. Coming back to your investors and their influence, their influence is corporate governance, it is voting at the shareholder's meeting, cause at the shareholder's meeting you have to put forward your strategy, if you want to buy something, if you want to have a

bond, you have to go to the shareholder's meeting, and if you don't get their votes you cannot pursue your strategy, if they don't trust you

T: Sorry in terms of votes, this meeting takes place once a year? It's the general assembly?

A: Exactly

T: And there according to the percentage they have, some of them can or not make a point to the assembly? Is that how it works?

A: That's something but also, as an example from my home country Deutsche Bank just had their general assembly and usually you have the first two points is dismissal or relieve to the board of directors and relieve to the executive committee ... usually the votes is 90% plus, at Deutsche Bank it was 62, it passed, you need 50, but the sign is enormous, so all entire Germany, Deutsche Bank is the leading bank in Germany, entire Germany is now discussing that CEOs have to be dismissed have to be fired, so the influence of the signaling, signaling theory by the way, finance, is enormous. So you get an indirect message if the votes are not in favor of your agenda points to the expected dimensions, you always have somebody who is against it but if it's 3, 4, 5% who cares, but it's a sign, and you better do something cause otherwise you lose. Same it's true for putting things on the agenda, I would be stupid I put something on the agenda where I know my lead investors would vote against. So it's the preparation of the general assembly in the dialogue with institutional investors, you make sure you understand what they want and that you do the right thing.

T: Ok, now in terms of the agency theory we were talking about, I was talking about tools to align the motivations of both, is there any kind of ownership in the top management team, stock options that they have or any kind of salary or wages that are linked to the stocks on the stock exchange market, for the incentives?

A: I'm sorry I am having a meeting in 15 minutes. I'm sorry; yes and this is the compensation and benefit report and it has to be published once a year, so you will have an annual report when you leave, you will find the full report, the table with all individual disclosures for every member of the top management team

T: So there is some owners who work within the company, inside the company

A: No, they are members of the board of directors, four of them, but executive committee none, none of the major owners, of course one of the others might have 1000 shares here and there but that's a different story

T: But within the top management team do they have any stock options or anything...?

A: They all have stock options, yes. That's fully disclosed

T: Ok, and you agree that it's to kind of in a way align the incentives of investors to keep in mind that actually you also are taking risk when you do anything in the company, and you are taking as much risk as your investors and that's why you are all in the same boat

A: Absolutely, exactly. What's important is the best in time, because usually stock options you can give "presents" you know I give you now a thousand shares at half of the price (...) the share price, that's a gift; but what we usually do is we give you a thousand stock options which you can exchange into shares and sell at the same time, at the earliest in 4 years and only if it's in the money, you know if it has to pass a certain threshold. So this is very important, so the investing period is very important to the universe of principal-agent theory, and of course the incentive overall of the share price or the subscription price under the share price. That way you can manipulate that. But these details you can find in our compensation and benefits report

T: Ok, now I'm going to ask a question a bit more subjective which is about the "bonded rationality" I don't know if you know it's when an individual is faced to uncertainty and complexity and lose sometime of control and it can happen to any individual, I'm asking if you think that any member of the managerial team, not specially in this organization but in the entire listed companies of the world, could in some way be affected by psychological bias distracting them from sometimes the core of their activities and being distracted by all the requirements needed ...

A: Of course, every day. And that's why we have teams, that's why we have leadership teams, that's why the executive committee is a team and that's why there's a board of directors "team", 12 people; and let me say it like this: if my boss starts to behave like this, it's my job to say hey! Are you crazy? What are you doing? Not just me personally but also the other teams are giving feedback to the bosses, so we correct ourselves on a regular basis. On the other hand crazy ideas must be able, a brainstorm must be possible because otherwise we can't be innovative, so we have to allow unusual ideas, unusual behavior for a certain moment in a certain situation, in a room for one day or whatsoever, so that we really be creative and find new ways to be competitive but if something like this is longer term and somebody has a behavior which is destroying value, this is very clear, it is a corrective measure by the team, by the executive committee team, so that's why they are all responsible together, it's not the CEO who is responsible it's the entire team, so they risk their own welfare if they don't do counteract, you cannot continue being an executive committee if you say "this guy is crazy he is throwing away every day the value of a car out the window, but I don't care it's his job", no, they are all 100% responsible as a team

T: Ok, it's a team work. And the whole team could not be distracted itself?

A: Usually no, that's at least our hope. On the other hand "crazy people" can be the right answer I mean, Steve Jobs never believe it and he did things that we cannot ignore today so, a lot of crazy things happen but there must be an area where you can be "crazy" and there must be an area where you have of course corrective actions because the capital market doesn't know how to make money, that's why we are here, so if I follow the advice of the capital market, of an analyst, of an investor, I'm saying wait a minute, you are giving me advice? You can inspire me, you can give me a good idea, but why do you think you know better to do what I do? Because then you should do this job, so it's all a system

T: We were just talking about Steve Jobs for example which is a founder of a company, do you think for a company that goes through the process of IPO for example, after the IPO, during the IPO is it better to keep the founder of the company which represents a certain image, has a certain influence towards all of the employee of the organization, or instead some companies suggest to get a professional independent CEO to replace the CEO during the IPO or after the IPO because he has a better knowledge of this type of process, of IPO process

A: My personal answer would be, cause what I'm buying is Steve Jobs, what I'm buying is the invention, the creativity of a person or a team and, you might recall when Steve Jobs became ill the testimonies of his doctors were moving the share price, so for the people it was very important that he is on board. So long story short this is the other way around, when I'm going on IPO I would always personalize it on a team or a person, a team is better because one person is not enough, but I would always use a team, and this team has to make sure the transition is happening. So you see a lot of companies struggling who's (...) was a founder, great idea, Bill Gates, Steve Jobs, you know and you see that the transition was the most difficult thing. If Mark Zuckerberg tomorrow decides to leave Facebook I can tell you the shares go south, so he has to make sure that the capital market is no longer asking themselves where is Mark.

T: Ok, because sometimes we think that the founders are good at what they created because they are the architects of the company, but when it comes to the financial part, the stock exchange part it's another world and that sometimes as a CEO he would not manage as well as a professional independent manager

A: That's why they need me, it's my job, it's the CEO's also, and that's why you have a team. Sometimes, if people are wise, I think Bill Gates was very early going in a different road?, and left it to a professional team, but being on board is important, is usually the first question: is this person still there? When I'm meeting investors people ask, because our chief medical officer, she has an enormous reputation, so people ask me is she still there? For them it's an asset, but it's important that you know your weaknesses as a good leader and you shouldn't work on your weaknesses, would be my advice, if you look at athletes you better invest your time and your coach into making you stronger in what you are already good at while compensating your weakness because then you are (...) but you have to know your weakness, in a team you have to know your weakness so if you are a great inventor but not good at finance, find a good partner who is doing the finance things, find a good investor relations officer who is dealing, who consults you, who coaches you before you go and find investors

T: When you say the board you mean to be part of your company, be part of the board of directors as a chairman for example would be a good thing? Do you think that for example a dual leadership is saying that the company should separate the individuals between the chairman and the CEO so that they are not the same person?

A: I would be absolutely in favor of that, yes

T: Is it the case here?

A: Yes, we have a chairman of the board and we have a CEO, two different individuals with two different backgrounds and everything, so ...

T: In the board of directors do you have external or internal members?

A: Absolutely, you are obliged by the governance guidelines to have at least 50% so called independent members, people who are not linked to the company

T: Is it the case here?

A: Absolutely otherwise we couldn't compete in the international ...

T: Is there more independent than internal?

A: No I think it's 50/50 but ... I think 7 to 6

T: Yeah ok, just an idea

A: But these international guidelines they are very very helpful here and they guide people, companies who do not comply with these guidelines have a significant disadvantage on the capital market, so also for an IPO it's very important to know where are the standards I'm competing against

T: Now, well the agency theory also tells us that they represent somehow the investors, they are the voice of the investors and they also are the "police agent" the monitors of the organization of what the managerial team whatever they do, do you think it's the case here?

A: Yes, yes, absolutely it's their job, it's their job to challenge, their job is to ask for more to not be satisfied with the very first thing, their job is also to support, to help you know so it's a very pluralistic, very broad scope of the jobs they have to do and that's exactly what the board of directors has to do

T: And so they do ...

A: And you show strength as a leader, as a founder, as somebody who is the CEO for an IPO company, if you bring together a very strong, diverse board of directors, if you bring together a board of directors, just to say something, are just nodding whenever you say something Oh you are the greatest, who never challenge you and this is publicly known then you have a disadvantage; you show leadership, strength

if you are willing to have a strong board of directors, willing to have that challenge on the other hand having the advantage of that coaching because then you are becoming better, otherwise you are being complacent and you are just staying in bed all day

T: You were saying the regulations the governance regulations for the company is good, we have seen a lot more regulations now, I call them post-crisis regulations that happen, in America you have the Sarbanes-Oxley happened in 2002-2001, then you have the Dodd-Frank Act which happened in 2010 just after the 2008 sub-prime crisis, those regulations are involving a lot more the CEO-CFO in terms of restrictions, in terms of their own responsibility towards those restrictions, they are very involved in it, do you think yes, it is protecting the investors of course, do you think that it could in another way be a problem for a company who is listed or a company who wishes to go towards the IPO

A: Absolutely, because usually when you have an IPO you have, as you said the founder, the one who had the creativity, usually they don't want to let go of their baby you know they want to control everything, and now comes somebody who says no no I want to do this and this and this. So it's automatically a conflict, so that's very difficult, on the other hand its very healthy. The reason why I was advising against stock listing in the United States is exactly this, I think they are overshooting, they are over-doing, however the idea is something we all should consider, that's why we have this healthy dialogue, so I don't want to have the rule, I don't want to comply to it by signing, but I want this challenge, this inspiration that is good for our leaders because (...) you cannot do whatever you want, it's a healthy dialogue and the only thing is we are getting better by this, whether than the other way around

T: But in a way maybe they are also dealing with the industry, with their specific product whatever they are doing in the industry, sometimes it can really distract them so much because they do need the capital, to raise the capital, because they want to do the IPO it's the best way for them to do it and they don't have the choice but to be extremely responsible, extremely occupied by these activities which left them

A: ... and then you cannot longer do, yes, yes

T: ... with the core activities, with the development of products, with what they actually build ...

A: Yes, yes that's why you need me. So what's interesting, my former CEO, we just have a new CEO so January 1st we had a new CEO, a word he doesn't like to hear, but the former CEO came sometimes to me and said "I'm irritated I just had a long chat with the CEO in the United States and he said he is spending such a percent of his time with investors, I should spend more time with investors", I said but why should you? Do you feel disconnected with the capital market? He said no no, I said why should you, I want you as an investor that you focus on what you are best at which is managing this company and making sure we are bringing this product to the market by the way which we have promised to investors, it's my job to deal with investors that's why you need a strong investor relations officer who is accepted by investors as a voice and as a tone?, so when you are a US investor and you are used to investor relations officers, you usually come to me and you say I'm an investor and I want to see the CEO, and I say can we have a chat first, and after a time they realize they get the same kind of quality. So this is divide and conquer, you are good there and I'm good here, that's being a team, and yes the CEO has to be someone in front of investors on a regular basis of course, and it's my job to make sure he does the best job; but you are absolutely right, if I'm giving you money because you are doing great smartphones and then you are no longer doing smartphones because you are dealing, you are having your time with investors then you cannot make money for me. So actually it should be my interest as an investor that the founder of the IPO company which I'm investing in has all liberty to do what he or she is best at, having a good CFO who looks after the financials and the accounting, whatsoever

T: And, do you still think the IPO is the best way to raise capital and to fund your project or fund your debt that you had before or do you think that it's not anymore?

A: I think people, that's what I said in the beginning, people underestimate the long term binding (...). I have half an hour with him, I am free afterwards if you like, you could have another coffee or is it ok otherwise? Sorry but we had schedule for one hour

T: I think I have most of the information I needed, especially at the end we were really clear to the point

A: Ok, we can also follow up by phone if you need

GBL



Cofinimmo
together in real estate

