

Louvain School of Management

Quels sont les différents moyens de financement qui s'offrent aux entreprises en croissance ?

Quels sont les sources de motivations pour les dirigeants d'entreprise en croissance d'envisager une entrée en Bourse en passant vers le financement public ?

Sur base de quels critères prennent-ils leur décision ?

Auteur : Hugo Pignon
Promoteur(s) : Thierry Percy
Année académique 2022-2023
Master 120 en sciences de gestion, à finalité spécialisée

Résumé

Ce mémoire analyse les différents moyens de financement mis à disposition des entreprises en croissance, mettant l'accent sur les financements publics et privés. La problématique centrale se concentre sur les sources de motivations qui poussent les dirigeants d'entreprises à envisager une entrée en bourse, ainsi que les critères qui guident leur décision entre financement public et privé. Le cadre théorique explore les entreprises en croissance et passe en revue les divers moyens de financement tels que les prêts bancaires, les subventions, le financement participatif, les investisseurs providentiels, le capital-risque et le financement par la bourse. L'analyse des avantages et inconvénients de chaque option permet de mieux comprendre les choix des entreprises. Les critères qui orientent les décisions des dirigeants pour le passage en Bourse, sont également passés en revue dans le but d'avoir une meilleure compréhension de cette décision. La méthodologie repose sur la collecte de données auprès d'entreprises en croissance ayant utilisé divers modes de financement, permettant ainsi une analyse qualitative de la problématique. Des entretiens avec les dirigeants permettent de déterminer leurs motivations pour l'entrée en bourse et les critères qui ont orienté leur choix. Les principaux résultats révèlent les moyens de financement les plus fréquemment utilisés par les entreprises en croissance, ainsi que les motifs qui les incitent à envisager une entrée en bourse. Les entreprises en croissance vont principalement se tourner vers des structures de capital-risque à travers divers levées de fonds. Ensuite, les dirigeants optent souvent pour des financements publics en raison de leur disponibilité, tandis que les financements privés offrent un soutien stratégique plus ciblé. L'entrée en bourse est envisagée pour accéder à des capitaux importants, bien que cela implique des contraintes en matière de transparence et de gestion. L'analyse des résultats permet de répondre aux hypothèses posées et aux questions de recherche. Les conclusions mettent en évidence l'importance pour les dirigeants d'adapter le mode de financement en fonction des besoins spécifiques de leur entreprise. En conclusion, ce mémoire contribue à la compréhension des décisions de financement des entreprises en croissance en explorant leurs motivations pour l'entrée en bourse et les critères qui guident leur choix entre financement public et privé. Malgré certaines difficultés et limites, cette recherche ouvre des perspectives passionnantes pour de futures études sur les mécanismes de financement des entreprises en croissance.

Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier mon promoteur, Thierry Percy, de m'avoir permis de traiter du sujet du financement des entreprises en croissance, qui a suscité un grand intérêt pour ma part durant toute la rédaction de ce mémoire.

Je remercie également toutes les personnes qui ont contribué à ce mémoire, et qui m'ont accordé de leur temps pour une interview.

Et finalement, je tiens à remercier mes proches qui m'auront conseillé énormément lors de ce mémoire.

Laurent – UnifiedPost

Mathieu – Easi et PIT Business

Sofia – Sophia Genetics

Alessandro – Odoo

<i>Liste des tableaux et des images</i>	<u>1</u>
<i>Annexes</i>	<u>IV</u>
1. Introduction	<u>1</u>
1.1 Contexte et justification de sujet	<u>1</u>
1.2 Objectifs et questions de recherche	<u>2</u>
2. Cadre théorique	<u>3</u>
2.1 Les entreprises en croissance	<u>3</u>
2.2 Les différents types de financement pour les entreprises en croissance	<u>4</u>
2.2.1 Prêts bancaires	<u>5</u>
2.2.2 Subventions et aides publiques	<u>6</u>
2.2.3 Financement participatif (Crowdfunding)	<u>8</u>
2.2.4 Investisseurs providentiels (Business Angels)	<u>10</u>
2.2.5 Capital-Risque (Venture Capital)	<u>12</u>
2.2.6 Financement par la bourse	<u>14</u>
2.2.7 Conclusions des moyens de financement pour les entreprises en croissance	<u>15</u>
2.3 Les critères de choix entre financement privé et financement public	<u>16</u>
2.4 Les avantages et inconvénients de l'entrée en bourse	<u>19</u>
3 Méthodologie	<u>21</u>
3.1 Méthode de collecte	<u>21</u>
3.2 Hypothèses	<u>21</u>
4 Résultats	<u>23</u>
4.1 Moyens de financement utilisés par les entreprises en croissance	<u>23</u>
4.2 Motivations des dirigeants pour l'entrée en bourse	<u>25</u>
4.3 Contraintes Post-IPO	<u>27</u>
5 Interprétation des résultats et analyse	<u>29</u>
5.1 Réponse à l'hypothèse 1	<u>29</u>
5.2 Réponses aux hypothèses 2 et 3	<u>32</u>
5.3 Réponses aux questions de recherche	<u>37</u>
6 Conclusion	<u>39</u>
6.1 Bilan des contributions de l'étude	<u>39</u>
6.2 Difficultés rencontrées	<u>40</u>
6.3 Limites de l'étude	<u>40</u>
7 Bibliographie	<u>41</u>

Liste des tableaux et des images

Figure 1: Cycle de vie d'une entreprise.

Source: G. Balandrau, 2018. « La newsletter de la commission "Effectif" 2018-2019 du District 1700 », Rotary District 1700.

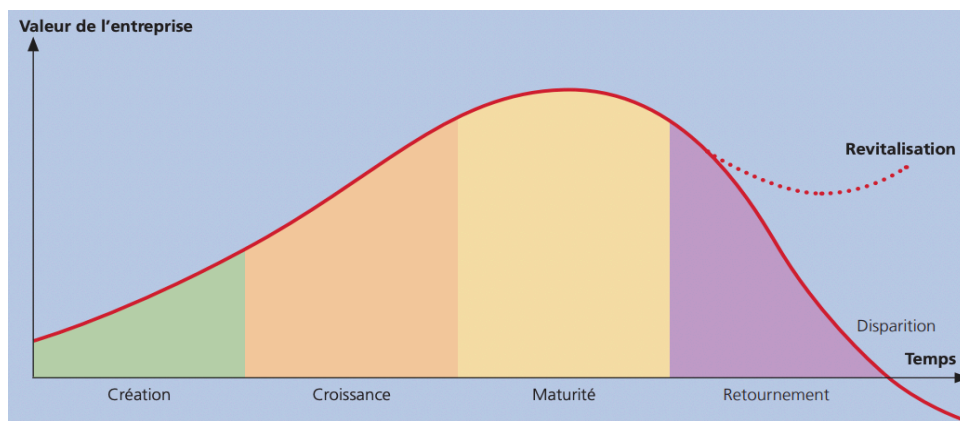


Figure 2: Avantages et inconvénients crédits bancaires

Source: H. Pignon, 2023.

Avantages	Inconvénients
Moyen efficace pour une entreprise d'avoir un accès rapide à un crédit. Une fois le prêt approuvé, la somme d'argent est rapidement disponible.	Forme de dette qui doit être remboursée sur un laps de temps précis. Cela peut avoir un impact sur la trésorerie à cause de la pression mise par la banque.
Permet d'éviter la dilution des parts de l'entreprise contrairement à d'autres moyens de financement.	Plus l'entreprise est jugée à risque, plus le taux d'intérêts sera élevé.
Autorisation d'une déduction fiscale des intérêts (payer moins d'impôts).	La banque peut demander une mise en gage d'actifs de l'entreprise comme garantie.

Figure 3: Main motivation for participants of crowdfunding.

Source: H. Pignon, 2023.

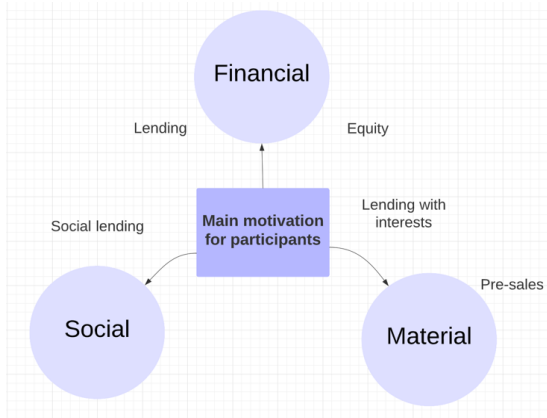


Figure 4 : Type de financement utilisé en fonction du développement de l'entreprise.

Source : O. Witmeur & S. Manigart, (n.d). « Guide du Venture Capital en Belgique », *Universiteit Gent & SolvayBrusselsSchool*.

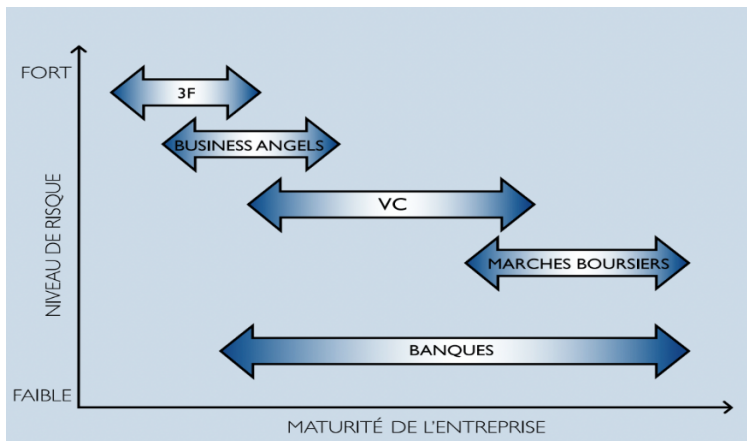


Figure 5 : Moyens de financement utilisés par les entreprises interviewés.

Source : H. Pignon, 2023.

Entreprises	Phase de lancement	Phase de croissance	IPO	Après IPO
UnifiedPost	Love Money (Friends-Family) et fonds propres.	Business Angels. Private Equity. Convertible Bonds.	Levée de 175 millions d'euros en 2020.	Debt Fund de 100 million.
Sophia Genetics	Fonds propres et aides gouvernementales.	6 séries de financement (Série A-B-C-D-E-F) auprès de Business Angels et majoritairement de structures de capital-risque.	Levée de 234 millions de dollars au Nasdaq en 2021.	/
Odo	Fonds propres.	2 levées de fonds auprès de structures de capital-risque.	/	/
Easi	Fonds propres.	Auto-financement principalement.	/	/
PIT Business	Fonds propres.	Vente de l'entreprise.	/	/

Figure 6 : Facteurs de décision, avantages/inconvénients de l'entrée en Bourse.

Source : H. Pignon, 2023.

Entreprise	Sources de motivation IPO	Avantages post-IPO	Inconvénients post-IPO
Sophia Genetics	Apports financiers Visibilité	Liquidité	Contraintes administratives et financières. Risque de OPA hostile ou d'achat total ou partiel des parts de la société par un concurrent ou une structure externe.
UnifiedPost	Apports financiers Neutralité	Liquidité Professionnalisme Visibilité	Contraintes administratives et financières.
Odo	Liquidité	Visibilité	Contraintes administratives et financières. Obligation de divulgation.
Easi	Liquidité	Visibilité	Perte des valeurs de l'entreprise. Contraintes administratives et financières.

Annexes

Interview avec Laurent d'UnifiedPost.

Hugo: Pourriez-vous donner une petite présentation de UnifiedPost ainsi que de votre rôle au sein de cette entreprise ?

Laurent : D'origine, UnifiedPost est une société belge créée en 2001. Le but de la société est donc de digitaliser tous les flux d'informations entre sociétés (communication, ordres, factures, contrats,...) mais également d'améliorer ces communications par différents processus. Nous avons développé une plateforme cloud accessible à tout le monde. Nous travaillons avec des grandes entreprises telles que Total, mais aussi avec des PME. Nous sommes actifs aujourd'hui dans 32 pays, nous avons 1400 employés, et notre chiffre d'affaires représente 200 millions de revenus. Mon rôle au sein de UnifiedPost est donc CFO.

Hugo : Comment décririez-vous la croissance de l'entreprise au cours des dernières années ?

Laurent : Nous sommes principalement actifs dans le domaine des factures électroniques, qui est un marché assez compétitif puisque plus de 500 entreprises sont déjà actives dans ce domaine en Europe. Je décrirais la croissance d'UnifiedPost comme étant une croissance organique. Ces dernières années, nous avons investi dans de nouvelles acquisitions puisque nous avons racheté 8 de nos concurrents, et grâce à ces acquisitions, nous avons plus que doublé notre chiffre d'affaires (2017-2022 chiffre d'affaires multiplié par 8).

Hugo : Quels ont été les moyens de financement que la compagnie a utilisés pour se financer ?

Laurent : Au début, nous n'avions pas beaucoup de capital et donc des Business Angels ont donc été investis dans notre projet. Très vite on a essayé d'obtenir un produit que l'on puisse vendre dans le but de s'autofinancer. Nous avons travaillé de cette manière-là jusque 2015, c'est-à-dire principalement grâce à l'apport des Business Angels au début des années 2000 puis ensuite grâce aux cash que l'on génère nous-mêmes.

Ensuite, en 2015, il y a 3 structures différentes de Private Equity qui ont décidé de joindre notre projet et donc d'augmenter le capital de la société (5 millions) : P-E group, SmartFin et un Private Equity dirigé par Michel Deloy. Donc jusqu'en 2017 nous nous considérons encore comme une « petite société » (tout est relatif) avec 20 millions de revenus par an et nous n'étions actif que dans le BeNeLux. Ensuite, avec la consolidation du marché, notre conseil d'administration a décidé d'étendre les activités à l'international, développer un business européen. Et donc pour cela, il fallait investir. Mais la complexité avec notre activité de

facturation, c'était qu'à chaque fois que nous décidions d'entrer dans un nouveau pays, il fallait investir dans le logiciel dans le but de l'adapter à la culture du pays dans lequel nous décidions d'investir. Pour ce faire, en 2018, nous avons créé un « convertible bond », obligation qui va convertir vers du capital quand on est dans un moment de conversion, cela concernait 34 millions d'euros. Ensuite, en 2020, nous avons procédé à une nouvelle augmentation du capital par le biais d'une introduction en Bourse (à Bruxelles, sur EuroNext). Cette augmentation concernait 175 millions d'euros. Et finalement en 2022, on a augmenté le financement par le biais d'un « debt fund » (100 millions). Cela nous a permis de faire de nouvelles acquisitions pour un montant d'environ 150 millions d'euros.

Hugo : Quels sont les critères qui vous ont motivés à entrer en Bourse ?

Laurent : Pour nous, c'est très important d'avoir un profil neutre comme société, nous sommes une plateforme de facturation, et nous travaillons avec beaucoup d'autres sociétés. Nous sommes intégrés avec presque toutes les banques par exemple, mais aussi avec les logiciels comptables, les CRP, les ERP,... Pour obtenir cela, le but est d'être le plus neutre possible. Donc par l'entrée en Bourse, nous obtenons des investisseurs publics et donc plus petits par rapport aux investisseurs privés. Et si nous restions avec de gros investisseurs privés qui possèdent de grosses parts de UnifiedPost, alors cela signifiait que nous perdions la neutralité de UnifiedPost, mais il était très important pour nous de garder cette neutralité.

Nous avons décidé en 2017 d'entreprendre les démarches, mais nous étions encore trop petits à ce moment et c'est donc pour cette raison que nous avons émis cette obligation convertible dans le but de grandir un peu avant de procéder à notre entrée en Bourse.

Ensuite, cela aide l'entreprise à se « professionnaliser » dans tous les domaines puisque lorsque l'on est coté en Bourse, beaucoup de choses doivent être mises en place au niveau finances.

Hugo : Est-ce que la perte de contrôle lors de cette entrée en Bourse a fortement été remise en question ?

Laurent : Notre CEO est l'actionnaire principal de la société (30% avant, et à l'heure actuelle 13%). En termes de pourcentage, nous sommes forcément plus petits, mais en termes de prise de décision, étant donné que ce sont beaucoup de petits investisseurs qui viennent voter une fois par an, la manière de travailler suite à l'entrée en Bourse n'a pas été modifiée. Donc ça reste nous, malgré la minorité, qui prenons les décisions avec le conseil d'administration.

Hugo : Vous avez parlé de l'obligation de divulgation d'informations, considérez-vous cela comme un désavantage majeur de cette entrée en Bourse ?

Laurent : Oui, il y a énormément de choses à mettre en place, donc énormément de travail, mais aussi les coûts relatifs à cette divulgation qui sont très importants. Par exemple les coûts

d'audit sont de près d'un million d'euros par an, ce qui n'est pas négligeable. Cela amène forcément du professionnalisme dans l'entreprise. Lors de décision, nous devons être prudents et à chaque fois se poser la question de si nous devons oui ou non, faire un communiqué de presse concernant la décision. Par exemple si nous sommes en discussion concernant une acquisition, nous pouvons garder cela secret jusqu'à la signature mais, une fois signé, il faut communiquer l'information publiquement. Mais cela ne nous crée pas nécessairement une perte d'avantages concurrentiels puisque lors de la divulgation nous parlons beaucoup du passé mais peu du futur dans le but de garder cette avantage.

Hugo : Quels sont les avantages que vous avez tirés de cet IPO, mise à part bien évidemment l'apport financier ?

Laurent : Nous sommes plus connus grâce à l'IPO, au niveau de la clientèle surtout. L'entrée en Bourse permet notamment une grosse publicité marketing de notre enseigne. Par exemple, avant 2020, très peu de belges avaient entendu parler de nous, mais suite à l'IPO, ils nous connaissent davantage. L'IPO nous a permis d'obtenir de plus en plus de clients, en effet. Nous sommes pris un peu plus au sérieux face aux grandes sociétés.

Hugo : Après l'IPO avez-vous pu observer de meilleures performances financières ?

Laurent : Pas forcément puisque nous avons désormais énormément de coûts liés à l'entrée en Bourse. Mais grâce à cette entrée en Bourse, nous avons mis en place différents processus financiers qui nous permettent sans doute d'être plus efficaces, notamment le processus de budget qui était moins détaillé qu'aujourd'hui (gestion plus en détail).

Hugo : Est-ce que les attentes suite à cette entrée en Bourse ont été rencontrées ?

Laurent : Nous sommes convaincus que nous avons pris a bonne décision, si c'était à refaire nous le referions.

Hugo : Les investisseurs privés que vous aviez avant l'entrée en Bourse, sont-ils toujours présents dans l'entreprise à l'heure actuelle ?

Laurent : Pour une partie ils ont vendu, ce qui reste logique. Pour une partie d'entre nous, le moment de l'IPO était le moment de récupérer une partie de son investissement. Moi j'ai vendu 30% des actions que je possédais lors de l'IPO dans le but d'augmenter nos liquidités personnelles.

Hugo : Est-ce que certains investisseurs ont poussé cette entrée en Bourse dans le but de récupérer leur argent ?

Laurent : Oui absolument. Les premières années, on avait très peu de capital, et donc on a dû procéder à des augmentations de capital notamment par le biais de « Friend-Family (3F) ».

C'était donc un soulagement pour nous d'entrer en Bourse pour se rassurer de cette possibilité de liquidité.

Hugo : Vous avez utilisé des BA, des private equity, est-ce qu'ils vous ont conseillé au début ?

Laurent : Oui en effet, mais principalement au niveau du « corporate governance », pas au niveau des idées de business, puisque notre business était innovant, donc ils n'ont pas aidé. Donc ils nous ont permis de nous apprendre à mieux gérer la société, à mieux anticiper les risques et affronter les problèmes.

Interview avec Mathieu de PIT Business.

Hugo : Pouvez-vous décrire, à l'origine, les activités de PIT Business ?

Mathieu : A l'origine on était actif dans le secteur informatique pour entreprise, ce qu'on appelle le progiciel. Plus précisément, dans le consulting, donc dans la vente de service et création d'un logiciel de pilotage d'entreprise sur les données de l'entreprise (indicateur de performance,...).

Hugo : Quel était votre rôle au sein de la société, à l'origine également ?

Mathieu : Mon rôle dans l'entreprise était de gérer l'entreprise, mais également de travailler sur le logiciel, et de travailler en consultance.

Hugo : De combien de personnes se composaient l'équipe ?

Mathieu : J'ai commencé tout seul puis petit à petit j'ai dû trouver des employés pour pouvoir assumer mon poste de consulting, dans le but de pouvoir avancer dans le développement du logiciel, et finalement on s'est retrouvé à 12 employés en 2018. Mais de plus en plus, il nous fallait des développeurs pour avancer sur le logiciel.

Hugo : Quels ont été les moyens de financement que vous avez utilisé pour financer les activités de PIT ?

Mathieu : Au début c'était des formules très simples, c'était basé sur des fonds propres puisque les seuls coûts étaient les coûts de salaire (uniquement moi au début). Ensuite, pour payer mon salaire, j'ai dû me lancer dans la consultance, ce qui était la seule source de revenu de la société à ce moment-là. Donc autrement dit, c'est l'autofinancement qui m'a principalement financé grâce à la consultance. Mais après, plus on a grandi, plus il nous fallait du financement pour financer les nouveaux salaires, et donc la consultance ne suffisait plus pour financer nos seuls coûts de salaires. Donc au début pour financer les nouveaux employés, j'ai utilisé des bêtes crédit de caisse, ce qui me donnait juste un délai, une fois que les salaires allaient commencer

à se payer tout seuls, grâce toujours à la consultance. Le souci, c'était aussi le fait que les gros clients payaient, 2-3 mois après le service rendu. Et donc c'était ce creux- là qu'on avait du mal à rentabiliser et donc le crédit de caisse matchait bien avec notre situation.

Hugo : Avez-vous eu l'occasion d'entreprendre les démarches pour d'éventuelles aides de l'État pour obtenir des financements ? Si oui, les a-t-il entreprises, et en est-il content ou regrette-il ?

Mathieu : Oui j'ai eu l'occasion d'avoir des droits d'auteur. Une partie des salaires des employés étaient versés en droit d'auteur. Donc j'ai eu l'occasion d'avoir des réductions fiscales grâce au droit d'auteur et au précompte professionnel. Mais ce ne sont que des déductions fiscales, jamais des fonds mis à disposition pour pouvoir financer mes projets. Mais c'est effectivement compliqué en termes de papiers à remplir pour que ta demande soit acceptée. Et donc il existe des sociétés qui se charge de faire l'intermédiaire pour toi, en échange d'une commission, généralement de 30%, comme ça tu ne perds pas ton temps dans les papiers administratifs, et tu peux consacrer alors 100% de ton temps dans ton projet. Je suis passé par l'une de ces sociétés intermédiaires.

Hugo : Avez-vous songé à utiliser d'autres moyens de financement, mais pour une autre raison, ça ne vous convenait pas ?

Mathieu : Oui bien évidemment. En fait à un moment donné, les clients ne suffisaient plus pour financer nos salaires. On était à 2 à bosser sur le logiciel, et 10 en consultance, mais ça n'allait pas assez vite sur le logiciel. Fallait investir plus vite et plus, notre autofinancement ne suffisait plus, et le crédit de caisse nous aidait plus à court terme, c'était pour avoir un petit peu de trésorerie. Donc la question était comment je pourrais avoir du budget pour payer 2-3 développeurs supplémentaires pour le logiciel. J'ai pensé au crédit bancaire bien évidemment, mais c'est rapidement tombé à l'eau parce que je n'avais pas la possibilité de mettre une hypothèque, puisque tout ce qu'on avait était considéré comme « mobilier », donc ils n'avaient pas d'assurance, de garantie. On a cherché à revaloriser la société, dans le but d'ouvrir l'actionnariat, donc vendre une part de la société pour financer ses activités.

Hugo : Et pour ce faire, avez-vous songé à faire appel à des structures de Venture Capitalists, ou des Business Angels ?

Mathieu : Beaucoup de BA se sont présentés pour acheter une part de la société, mais aucun ne semblait vraiment investi dans le projet, aucun d'eux ne voulait être locomotive. Mais pour moi, si j'ajoutais quelqu'un dans l'actionnariat, il fallait que je gagne confiance en cette personne mais je n'ai jamais eu ce sentiment en les rencontrant. Pour moi, un actionnaire doit être locomotive, il doit se mouiller et s'investir dans le projet, donc j'ai refusé pas mal de

personnes qui semblaient juste vouloir investir financièrement, mais pas en temps. Ensuite, on a fait le tour des « invest » officiels, comme *sambreinvest*, *namurinvest*,... Mais le souci avec ces structures, c'était trop lent, et moi j'avais besoin de fonds assez rapidement mais les processus d'acceptation étaient très long et donc j'ai présenté le projet plusieurs fois ils ont voulu me revoir ect mais c'était trop lent pour mes besoins.

Hugo : Et du coup, quelle solution avez-vous trouvée pour financer votre équipe ?

Mathieu : J'ai malgré tout continué le processus avec eux, puisque je n'avais rien à perdre, mais j'ai continué mon activité pendant ce temps-là et mes recherches en terme de financement. J'ai été voir Easi, pour qu'ils deviennent clients, mais aussi pour potentiellement devenir partenaires revendeurs, puisqu'eux avaient à ce moment-là déjà 200 consultants. On a eu plusieurs rendez-vous. Puis en Mars 2020, ils m'ont appelé en me disant qu'ils étaient très intéressés de travailler avec moi, mais pas comme je le pensais puisqu'ils m'ont proposé de rajouter la totalité des parts de la société, avec les employés. Du coup, j'ai considéré la demande, j'ai comparé avec ce que les structures me proposaient comme financement, mais la solution pour moi de vendre la totalité des parts semblait la plus appropriée puisque d'un autre côté j'avais la pression des clients du logiciel. Et puisque le business plan d'Easi matchait bien avec le nôtre, on a décidé d'aller avec leur offre, ça semblait moins risqué comme solution.

Hugo : Qu'est-ce qui vous a poussé à vendre principalement l'entreprise ?

Mathieu : En fait notre logiciel stagnait à ce moment-là et donc c'était une belle opportunité pour nous de redynamiser la société en la vendant, car le logiciel était en train de mourir, par manque de financement, il ne s'auto-finançait plus à ce moment.

Hugo : Êtes-vous satisfaits suite à cette décision, ou bien si c'était à refaire vous n'auriez pas vendu, et vous auriez tenté de financer la croissance autrement ?

Mathieu : Oui, bien sûr. Grâce à ça on a pu grandir plus vite, notre équipe est désormais composée de 25 personnes, et le projet PIT est maintenant très rentable, bien plus qu'avant, et le nombre de clients sur le logiciel a lui aussi été multiplié par 8-10. Donc en termes de business, ça répond, je n'aurais pas fait mieux tout seul.

Interview avec Mathieu de Easi.

Hugo : Pouvez-vous décrire les activités de la société Easi ?

Mathieu : On a trois secteurs d'activité, toujours dans l'informatique. Le premier, c'est tout ce qui est infrastructure. Donc les réseaux, les serveurs, la sécurité. Un deuxième secteur de

logiciels plutôt collaboratif le CRM autour de la vente. Troisième secteur, celui dans lequel je suis attaché, c'est RP solutions comptables, étendues comptables, facturation, gestion des achats et gestion des données de l'entreprise pour piloter l'entreprise. Mais on a créé un business qui s'appelle Data for Decisions data. Donc on utilise les données d'entreprise pour aider à prendre des décisions de pilotage. Dans tous les métiers, ce qui est commun, c'est que Easy se décrit comme étant humaniste : technologie, fournisseur de technologie humanisée. C'est un peu les beaux mots pour dire on fait des logiciels ou des serveurs de deux machines logicielles avec la consultance qui rend le côté humanisé.

Hugo : Quel est votre rôle au sein du groupe Easi ?

Mathieu : Je suis manager au sein du groupe Easi désormais. Je gère une équipe de plus ou moins 25 personnes sur un projet.

Hugo : Comment décririez-vous la croissance d'Easi ?

Mathieu : C'est facilement 20% par an de croissance. Alors il y a la croissance en termes de personnes, mais on mesure beaucoup la valorisation de notre société, donc la croissance qui croît énormément chaque année.

Hugo : Quels ont été les moyens de financement qu'Easi et ses dirigeants ont utilisés jusqu'à présent ?

Mathieu : Au début, je ne connais pas dans les détails les moyens de financement de l'entreprise, mais c'était principalement sur fonds propres qu'Easi a débuté. Beaucoup d'autofinancement puisqu'Easi est une pépite dans la rentabilité qu'elle dégage de ses prestations, de ses process, etc. On dégage pas mal de marge. Et donc on arrive à réinvestir pas mal de marges de consultance dans les logiciels. Maintenant ça fait 20 ans, donc il y a des logiciels qui sont devenus très rentables aussi. On a des conditions de paiement à dix jours. Nous sommes un marché plus petit, ça va plus vite, donc moins de problèmes de cash. Mais il y en a quand même. Je sais que pour les bâtiments, on a fait un crédit bancaire classique. On cherche absolument à faire une croissance saine par rapport à un profit. Quand je dis croissance saine, c'est quand on ne s'autorise pas d'avoir une année à perte, même pas dans une équipe. Pour dire oui, mais ça ira mieux trois ans après.

Hugo : Est-ce que Easi a eu recours au crowdfunding pour financer ses activités ?

Mathieu : Non je ne pense pas. Et comme je te l'ai dit, notre but n'est pas d'aller chercher une grosse somme d'argent pour financer un logiciel, et mettre le paquet sur ce logiciel pour qu'il devienne rentable très rapidement, on ne va pas surcharger un projet pour qu'il soit rentable plus vite que prévu. En fait on veut chercher une croissance saine et le but est de financer un projet à son rythme par la consultance. Donc on ne va pas chercher des business angels ou autres pour

accélérer un projet, qu'ils nous coûtent beaucoup pendant 3 ans puis qu'ils nous rapportent seulement après, chaque logiciel, projet avance à son rythme.

Hugo : Easi est aujourd'hui leader en termes d'actionnariat salarié en Belgique, que pouvez-vous ajouter à ce sujet ? Que signifie réellement en pratique l'actionnariat salarié ?

Mathieu : Alors l'actionnariat employé chez Easi est très important, et comme tu dis on est leader dans ce domaine. Ce système se veut très intéressant parce que par ce processus, on va impliquer fortement les employés dans le développement de la société. Mais il faut respecter un certain nombre de critères pour avoir la possibilité d'être actionnaires employés chez Easi, qui sont assez stricts : il faut être là depuis plusieurs années, respecter les valeurs de la société, mais plus important encore, il y a un minimum et un maximum d'actions à pouvoir détenir, et on ne parle généralement que du minimum, car c'est déjà une grosse somme. Par-là, on veut que les employés se mouillent, et se disent qu'ils ont mis pas mal d'argent dans le projet, et donc c'est tout à leur intérêt de faire en sorte que leur travail soit le plus fructifiant possible. A l'heure actuelle nous sommes 100 actionnaires dans la boîte ce qui n'est pas négligeable comme nombre.

Hugo : Ce n'est pas compliqué pour les employés de mettre une si grosse somme d'argent ?

Mathieu : Si justement et c'est là que le système se veut intéressant puisque si un employé avait l'occasion de ne mettre que 5 000 euros d'actions, il n'aurait pas ce déclic, et se dirait, que c'est pas si gros comme montant et donc n'aurait pas la niac de se bouger pour l'entreprise.

Hugo : Est-ce un moyen de financer les activités d'Easi, ou c'est seulement le CEO et les autres actionnaires qui vendent leur part aux employés ? Dans le sens où il y a une recapitalisation de la société et donc un financement, ou alors juste quelqu'un qui vend ses parts ?

Mathieu : Alors non, ce n'est pas pour nous un moyen de financer nos activités, puisque lorsqu'un employé achète des actions dans la société, c'est généralement le CEO qui va vendre ses parts de la société. Donc, une nouvelle somme d'argent n'est pas mise à disposition de la société pour financer telle ou telle activité comme tu dis. Le CEO perd alors petit à petit ses parts dans Easi, mais c'est lui qui a voulu instaurer ce système et je pense qu'il est très efficace. D'ailleurs, on fait pas mal de conférence à ce sujet, en Belgique et en France, et de plus en plus de boîtes font également appel à cette méthode pour impliquer ses employés.

Hugo : De ce que j'ai compris, l'autofinancement est un peu votre source de financement principale, n'est-ce pas trop risqué de compter majoritairement sur ce plan-là ?

Mathieu : En fait, notre autofinancement, est plus ou moins certain, puisque depuis plusieurs années, on maintient une croissance constante d'à peu près 20% par an. Ce qui justifie ceci,

c'est qu'Easi est diversifié dans plusieurs projets différents, et actif dans des sous-secteurs différents, et donc ça diminue le risque. Donc par exemple, si le domaine de la sécurité ne tourne plus très bien pendant un moment, ce n'est pas grave puisqu'en ayant diversifié ses domaines d'activité, un autre secteur tournera mieux et contrebalancera les mauvaises performances de la sécurité.

Hugo : Easi est pas mal actif en termes d'acquisitions, est-ce là donc un moyen de diversifier l'entreprise en achetant d'autres sociétés ?

Mathieu : Oui on achète pas mal de petites entreprises, ayant généralement de 10 à 30 employés, c'est la tranche. On investit beaucoup dans les activités, puis on décide de s'investir ou pas. On ne cherche généralement pas de trop grosses structures, histoire que ce soit plus facile d'intégrer 20 personnes dans une société qui compte déjà 500, pour qu'ils s'intègrent à nos valeurs. On ne veut pas transformer l'ADN de la boîte, et donc si tu rachètes une plus grosse entreprise, tu vas devoir faire des concessions sur certaines valeurs et devoir en accepter d'autres, alors que nous sommes persuadés que nos valeurs font d'Easi ce qu'il est aujourd'hui.

Hugo : Est-ce que la question d'entrer en Bourse au sein du groupe Easi, a déjà été posée ?

Mathieu : Pas à ma connaissance, mais peut-être que dans la direction ils en discutent mais je ne crois pas. En fait notre système d'actionnariat salarié fonctionne très bien et je pense que l'idée d'entrer en Bourse n'est pas dans nos valeurs, mais peut être qu'à l'avenir on y sera contraint et on devra procéder comme tel. Mais je pense qu'Easi doit encore grossir avant d'envisager une telle décision. Puis notre croissance est saine comme je te l'ai dit plus tôt dans l'interview, on ne cherche pas à « surfinancer » un projet en investissant massivement dessus pour qu'il nous coûte 3 ans puis qu'il soit rentable plus rapidement, on cherche à faire croître chaque projet à son rythme donc l'entrée en bourse pour le moment ne colle pas forcément avec nos valeurs.

Hugo : Est-ce que la possibilité de liquidités rapides que la Bourse permet aux actionnaires, pourrait motiver certaines personnes de la direction à entreprendre une IPO ?

Mathieu : C'est difficile à dire. Parce qu'en fait à l'heure actuelle, une fois qu'un employé a acheté des actions, ça va être difficile pour lui de les vendre, et donc la liquidité des actionnaires est rendue difficile, mais c'est voulu de la part d'Easi. Il n'y a que 3 raisons qui pourraient autoriser un employé à vendre. Lorsqu'il quitte Easi, alors là il est forcé de vendre, mais petit à petit, pas tout d'un coup. Lorsqu'il part à la pension, et encore une fois ses actions seront libérées petit à petit pour lui permettre de pouvoir continuer de faire sa plus-value malgré tout, c'est aussi une façon pour Easi de les remercier pour leur service. Et la dernière raison c'est

lorsqu'un employé a dépassé les plafonds, il est alors obligé de vendre une partie de ses actions. Donc la possibilité de liquidité est rendue difficile. On veut éviter que les employés « spéculent ». Ils ne deviennent pas actionnaires uniquement pour faire un placement, mais plus pour s'investir dans l'entreprise et se sentir concerné. Donc pour répondre à ta question, encore une fois, c'est voulu de la part d'Easi de bloquer cette possibilité de liquidité, donc non ce ne serait pas une source de motivation pour entrer en Bourse.

Mais c'est une excellente question, je pense que si la société prend beaucoup de valeur, le fait que les actionnaires augmentent leur degré de liquidité par une éventuelle entrée en Bourse serait un réel plus pour eux. Mais du coup, comme tu dis le modèle d'Easi avec ses valeurs serait cassé. Donc c'est une question qui n'est pas forcément d'actualité je pense, mais le jour où Easi aura grandi encore cela pourrait être mis sur la table et discuté.

Interview avec Sofia de Sophia Genetics.

Hugo : Pouvez-vous donner une brève présentation de Sophia Genetics ainsi que de ses activités ?

Sofia : Du coup, Sophia Genetics, c'est une entreprise qui est maintenant en Bourse depuis 2021. En fait, la majorité des revenus sont faits avec des solutions qui vont aider au diagnostic ou à la détection de maladie. En fonction des maladies, c'est des tests génétiques qui peuvent consister avec le séquençage, à l'analyse du fichier qui sort du séquençage qu'on va pouvoir mettre dans le logiciel. Notre logiciel qui s'appelle Sofia diem. Et ensuite les médecins ou les analystes pourront avoir accès à ces résultats. Donc ça c'est la majorité de notre revenu. On travaille en direct avec les clients ou bien avec des distributeurs dans certains pays en fonction de la facilité d'accès du marché, une autre source de revenus. C'est ce qu'on appelle biopharma. En fait, on a des collaborations avec des groupes comme par exemple Astrazeneca, général Electric Healthcare où on va vendre ou développer des solutions communes.

Hugo : Pouvez-vous décrire votre rôle au sein de Sophia Genetics ?

Sofia : J'ai récemment changé de rôle, mais avant cela, j'ai rejoint l'entreprise en tant que risk and compliance associate, en avril 2021, quelques mois avant l'IPO. Donc j'ai quand même pas mal participé au projet, qui à ce moment là encore était tenu confidentiel. C'est une fonction que l'on retrouve rarement dans des entreprises non-cotées, mais généralement dans des entreprises du secteur pharmaceutique. Et ici récemment, il y a un mois, j'ai changé ou je suis dans le département corporate de stratégie. Donc en tant que corporate stratégie senior

Associate je travaille sur des projets plus transverses dans l'entreprise et notamment en optimisation de processus et en support au Chief Legal Officer. Donc je suis un petit peu son programme manager.

Hugo : Quels ont été les moyens de financement que Sophia Genetics et ses dirigeants ont utilisés jusqu'à présent ?

Sofia : Avant l'IPO, tu dois mettre à disposition des investisseurs un document avec toutes les levées de fonds que l'entreprise a utilisées dans les 3 dernières années, en tout cas, quand tu rentres sur le marché du Nasdaq. Donc, en gros, on a eu différentes levées de fonds, que l'on appelle des séries. En commençant par la série A, et nous sommes allés jusqu'à la série F, qui était notre dernière levée de fonds en septembre 2020. Donc généralement ce sont des fonds d'investissement qui financent ces nouvelles séries. Par exemple, pour la dernière levée de fonds, la série F, un fonds de capital-risque a partiellement participé à cette dernière levée de fonds, comme des institutions financières telles que le Crédit Suisse, ou encore le groupe Pictet. Nous avons pu lever 110 millions de dollars si je ne me trompe pas à cette dernière levée, ce qui était assez considérable pour continuer d'étendre nos activités. Pour donner un ordre d'idée, la série D, nous avons levé 30 millions. Lors de ces levées de fonds ce sont donc généralement des institutions qui financent, ou aussi des entreprises comme des fonds spécialisés ect, mais ça peut également être des particuliers, comme des Business Angels, mais chez nous, c'était généralement des fonds d'investissement. Mais pour commencer, ce sont principalement sur fonds propres que nos fondateurs ont financé l'entreprise, puis étant une entreprise de recherche, nous avons pu bénéficier d'aides gouvernementales pour évoluer dans nos recherches Puis ensuite, Marc Coucke de Alychlo nous a financés en 2015, avec d'autres structures comme Invoke Capital, ou encore Swisscom, pour lever 15 millions de dollars en 2015.

Hugo : Avez-vous eu recours au crowdfunding ?

Sofia : Non, pas à ma connaissance.

Hugo : Quels ont été les critères qui vous ont motivés à entrer en Bourse ?

Sofia : Et bien premièrement évidemment, c'est l'apport financier qui nous intéresse. Grâce à cette IPO, on a eu l'occasion de lever une certaine somme d'argent dans le but de continuer nos recherches et nos activités. Ensuite, en s'inscrivant sur la bourse du Nasdaq, on voulait par-là, se faire connaître aux Etats-Unis parce qu'à ce moment-là, nos revenus concernant les USA ne représentaient que 5% à peu près. Puis aussi, en allant au Nasdaq, qui est assez bien réputé évidemment, on allait augmenter notre visibilité face à nos concurrents directs. Puis, tu peux aussi par la même occasion tenter de faire partie des index boursiers, et là tu gagnes énormément

en part de marché, et en notoriété. Donc gagner en notoriété auprès de nos potentiels futurs clients était aussi un facteur de décision important. Dire à ton client que t'es coté sur le Nasdaq, ça montre le sérieux avec lequel tu opères.

Hugo : Est-ce que la perte de contrôle des actionnaires déjà présents liée à une entrée en Bourse était un frein à l'IPO ? Ou alors, les actionnaires déjà présents ont justement poussé pour une IPO dans le but de vendre une partie de leurs actions, et donc de récupérer des liquidités ?

Sofia : Alors forcément, même si toi, imaginons, t'as des actions dans une entreprise, forcément, le jour où tu vas voter à l'assemblée générale, tu vas penser à tes intérêts personnels, à ces enjeux personnels. Mais il n'y a pas que des personnes qui ont des actions qui ont pris cette décision-là. Tu as des personnes qui étaient totalement indépendantes, qui étaient qui dans cette discussion. Oui, alors forcément t'as des investisseurs, ils ont leur mot à dire, notamment à l'assemblée générale. Donc une fois par an. Chaque année tu as cette assemblée générale où tous les investisseurs sont conviés à cette réunion, et avant qu'on rentre en bourse cette assemblée générale, elle était beaucoup plus informelle, tu vois, il venait à nos bureaux de Saint Sulpice. Mais désormais, c'est beaucoup plus formel, organisé, il y a un agenda à respecter ect. Donc pour répondre à ta question, certainement que certains investisseurs ont voté dans leur intérêt, dans le but d'avoir cette possibilité de liquidité, comme tu dis, mais cette grosse décision d'entrer en bourse n'a pas été prise que par des investisseurs, mais aussi par des personnes non propriétaires, dans le but de prendre une décision neutre et pour le bien de l'entreprise.

Hugo : Savez-vous si les Business Angels, ou les structures ont décidé de sortir de l'entreprise suite à l'IPO ? Si oui, est-ce que le fait de ne plus avoir de personnes pouvant conseiller l'entreprise sur les stratégies a eu un impact ?

Sofia : En fait, c'était important pour nous de garder les investisseurs historiques dans le but de nous protéger de différentes attaques que j'expliquerai plus tard. Donc, la plupart des investisseurs privés sont toujours dans l'aventure de Sophia Genetics, et nous conseillent toujours. Maintenant, c'est vrai que différents organes ont la capacité de parfois mieux nous conseiller puisque nous sommes désormais une entreprise cotée, mais le fait de les garder toujours dans notre capital était important pour nous. Mais dans notre situation, la majorité de nos investisseurs historiques sont restés dans notre projet, et nous suivent toujours à l'heure actuelle.

Hugo : Comment évaluez-vous les désavantages tels que la perte de contrôle ou encore l'obligation de divulgation d'informations, liés à la cotation en Bourse ?

Sofia : Concernant l'obligation de divulgation, faut être assez prudent en effet, et c'est souvent une source de stress dans l'entreprise. En fait, dès que tu prends une décision, une fois que t'es

public, tu dois te demander si cette décision va influencer le cours de ton action, et si c'est le cas, alors tu dois rendre cette information disponible à tout le public, puisque désormais n'importe qui peut devenir partiellement propriétaire de la société. Et donc, nous avons une plateforme, le SEC Filings, sur laquelle on ajoute toute information qui serait potentiellement influenceuse du cours de l'action. Ce sont des informations comme par exemple, un nouveau partenariat. Dans le cas, où tu fournis une information qui va influencer le cours, mais que cette information n'est pas accessible à tout le monde, alors on appelle ça un délit d'initié parce que ça veut dire que certaines personnes dans l'entreprise ou en dehors de l'entreprise peuvent être au courant de ça. Donc c'est à considérer lorsque tu entres en Bourse. Ensuite, concernant la perte de contrôle, dans notre cas, étant donné qu'on avait déjà réalisé plusieurs levées de fonds auparavant, les fondateurs, et actionnaires historiques étaient déjà dilués bien avant. La question de perte de contrôle, s'est plutôt posée vers les premières levées de fonds (série A, série B), puisqu'à ce moment, tu avais peut-être 3 personnes propriétaire à 33% chacune, puis qui lèvent un montant équivalent au capital, et donc à ce moment-là elles n'étaient plus en majorité. Donc cette question de perte de contrôle s'est posée plutôt au tout début des levées de fonds. Mais au début, c'est important de bien choisir tes investisseurs, parce qu'ils vont parfois être plus propriétaires que les fondateurs pour une raison ou une autre, mais si tu as confiance en eux, ils prendront des décisions saines pour l'entreprise.

Hugo : Y-a-t-il d'autres risques liés à une entrée en bourse ?

Sofia : Et bien comme tu disais la perte de contrôle, c'est un risque à prendre en compte. En effet, quand tu lèves publiquement des actions comme ça, tu peux faire face à un fonds qui décide d'acheter 90% des parts de l'entreprise, et qui aura du coup 90% de son mot à dire lors des assemblées générales. Et donc là, tu dois avoir confiance en tes investisseurs historiques, et en discuter avant l'entrée en Bourse, s'ils vont vendre ou pas, car s'ils vendent, tu prends le risque qu'une autre entreprise soit majoritairement propriétaire, en plus des actions levées, ils rachètent les parts des investisseurs historiques. Dans notre situation, on avait confiance, et de fait ils sont toujours propriétaires partiels de l'entreprise.

Hugo : Et donc vous vous préparez au pire lors de cette décision ?

Sofia : Oui, évidemment, c'est quelque chose que l'on se devait d'envisager et d'appréhender. On imagine alors différents scénarii, mais étant donné notre structure du capital qui était assez diversifiée, c'était très improbable que ça arrive. Et donc il y a plusieurs possibilités. Premièrement, un « hostile takeover » ils appellent ça. C'est dans le cas, où un investisseur activiste décide de racheter toutes les actions de la société, à un prix plus élevé que le prix du marché dans le but de détenir 100% des parts, et donc la propriété intellectuelle de ton activité,

pour ralentir, voire stopper l'activité. Et donc c'est des entreprises qui font l'inverse de l'entreprise cible pour le faire disparaître (faire disparaître un concurrent). Mais dans l'industrie du biotec c'est très rare ce genre d'action, car on est actif dans le but du bien-être commun. Ensuite, un autre type d'agression serait que les Private Equity évaluent ton business model, ce que tu vends et qui voudrait explorer des stratégies, qui lui conviendrait en considérant le reste de son portefeuille, dans le but de faire une fusion ou une acquisition. Et la dernière menace, est qu'un de tes compétiteurs te rachète dans le but d'augmenter ses parts de marché.

Hugo : Suite à cette entrée en Bourse, avez-vous pu observer de meilleures performances financières ?

Sofia : Alors, je ne peux pas t'affirmer que c'est directement un lien de causalité, mais oui en effet, depuis qu'on est coté, on a pu observer de meilleures performances. Nos produits se sont développés, et par conséquent, nos revenus ont augmenté, depuis juillet 2021. Mais c'est difficile de confirmer que c'est depuis l'IPO. Mais il est vrai que le fait d'entrer sur le Nasdaq ça fait une sacrée publicité pour l'entreprise, avec toutes les photos le jour de l'IPO.

Interview avec Alessandro de chez Odoo.

Hugo : Pouvez-vous donner une brève présentation d'Odoo ainsi que de ses activités ?

Alessandro : Odoo est une entreprise qui produit un logiciel défini comme une ERP, progiciel de gestion intégré, ce qui va permettre à une entreprise de couvrir l'ensemble des processus de gestion. Cela va de la facturation, au logiciel de gestion des stocks, des caisses des webs,... dans plus de 65 différents modules. L'entreprise a été créée en 2004 par Fabien Pinckaers, qui est à l'heure actuelle toujours notre CEO. Nous avons 14 bureaux dans le monde, donc nous sommes désormais actifs de manière internationale, et nous sommes composés de 3500 personnes, également à travers le monde, et notre chiffre d'affaires représente 400 millions qui évolue constamment.

Hugo : Pourriez-vous décrire votre rôle au sein d'Odoo ?

Alessandro : Je suis le Chief Financial Officer donc CFO, mais aussi responsable d'une section recrutement. Le rôle de CFO que j'occupe, cela fait depuis 2016. Donc ça concerne à être le directeur financier de l'entreprise et donc je dois veiller à choisir la stratégie de l'entreprise, mais également veiller à la gestion de la rentabilité de Odoo, grosso modo.

Hugo : Pourriez-vous rapidement décrire la croissance d'Odoo au cours de ces dernières années ?

Alessandro : Nous avons un produit unique, car notre logiciel de gestion est intégré, à la différence de nos concurrents, qui eux n'ont pas de réelle intégration de logiciel. Nous sommes présents dans un marché extrêmement important, puisque nous focalisons plutôt les petites et moyennes entreprises. Et l'avantage que nous avons, c'est que ce marché n'est que très peu exploité. Pour vous dire, à peu près 15-20% des petites entreprises possèdent désormais un logiciel de gestion, ce qui n'est pas énorme et donc nous avons trouvé là un moyen d'exploiter ces clients cibles. Tous ces ingrédients réunis font que la croissance de Odoo est aux alentours de 50-60% annuellement depuis 2016, ce qui est pas mal pour une entreprise assez considérable à l'heure actuelle.

Hugo : Pourriez-vous expliquer brièvement le parcours de financement d'Odoo depuis sa création jusqu'à maintenant ?

Alessandro : Bien sûr au début, notre CEO était seul et a donc financé seul le projet. Puis, nous avons fait une première levée de fonds avec différents investisseurs en 2011, avec pour montant 3 millions d'euros. On a fait un deuxième round d'investissement en 2014, avec 7 millions d'euros, donc au total nous avons levé 10 millions d'euros puisque nos levées de fonds s'arrêtent là puisque depuis ces levées de fonds, nous sommes profitables. On se finance par nous-même, via les clients, via l'achat du logiciel à long terme, mais aussi grâce à notre consultance qui rapporte également pas mal de revenus. Donc principalement à l'heure actuelle, étant donné que notre activité est profitable, nous n'avons plus besoin de procéder à des levées de fonds, et donc par conséquent, on ne fait pas appel à des investisseurs externes.

Hugo : Et de quels types d'investisseurs s'agissaient-ils lors de ces levées de fonds ?

Alessandro : C'était principalement des structures de venture capital, mais aussi quelques business angels. Mais majoritairement, c'est XAnge, SRIW, et Sofinnova. Ils ont cru en notre projet d'expansion et ont donc contribué à notre réussite, puisque nous avions, à ce moment-là besoin d'argent pour étendre nos activités. C'était principalement notre objectif de nous faire connaître à l'étranger et donc nous permettre de pouvoir agrandir notre budget marketing. Donc nous avons un entrepreneur français qui a injecté des fonds en 2011, mais qui n'a pas souhaité en réinjecter plus d'argent en 2014. Sofinnova avait par contre lui financé en 2011, et a décidé de refinancer le projet en 2014, accompagné de XAnge, et du fonds public wallon SRIW.

Hugo : Donc de ce que j'ai pu comprendre, désormais, puisque l'entreprise est profitable depuis 2016, l'autofinancement est important chez Odoo et vous permet de pouvoir financer divers projets et donc de ne plus forcément devoir faire appel à des investisseurs externes pour financer tel ou tel projet ?

Alessandro : C'est exactement cela. C'était important pour nous ces levées de fonds en 2011 et en 2014 pour pouvoir nous permettre de décoller évidemment, mais grâce à notre stratégie, nous avons pu rendre rentables nos activités et donc l'autofinancement est tellement important que nous ne faisons plus appel à d'autres investisseurs.

Hugo : Avez-vous eu recours au crowdfunding ?

Alessandro : Non.

Hugo : Quels sont, selon vous, les avantages de rester une entreprise privée plutôt que de passer en Bourse ?

Alessandro : Alors premièrement, vous n'avez du coup pas les contraintes du régulateur, puisque lorsque vous êtes cotés en bourse, vous devez absolument être transparents vis-à-vis des investisseurs, et donc toutes les informations qui sont susceptibles de pouvoir changer le cours de votre action doivent être rendues publiques. Et donc ça nous empêcherait d'être aussi agressifs sur le marché. Ensuite, lorsque vous êtes en Bourse, vous devez respecter toute une série de règles, et de contraintes administratives qui font que vous perdez donc énormément de temps dans les papiers administratifs. Mais ce qui nous dérange, c'est principalement le respect des règles mises en place par le régulateur qui s'avère être assez strict.

Hugo : Quels ont été les principaux facteurs qui ont conduit Odoo à ne pas opter pour une IPO jusqu'à présent ?

Alessandro : Pour vouloir aller en Bourse, il y a diverses raisons. C'est dans un but d'avoir un certain branding grâce à la cotation en Bourse, mais aussi c'est dans le but de lever de l'argent. Et donc l'IPO permet de lever une certaine somme d'argent, c'est le but principal, mais nous n'avons pas besoin d'argent, donc pourquoi considérer la Bourse ?

Hugo : Le fait de diluer les parts des investisseurs historiques, ainsi que du CEO fait-il partie des raisons de rester une entreprise privée ?

Alessandro : Non, ce n'est pas la raison qui nous empêche d'être une entreprise cotée. Puisqu'il nous est rendu possible de procéder à un « direct listing » ce qui signifie que nous ne sommes pas obligés d'émettre de nouvelles actions, nous pouvons simplement devenir une entreprise publique sans créer de nouvelles actions, et donc ça nous permettrait de ne pas diluer les investisseurs qui ne souhaitent pas être dilués. On ne voit pas d'intérêts à entrer en Bourse en fait, puisque cette solution a déjà été discutée mais n'a jamais réellement été envisagée.

Hugo : L'un des avantages de la cotation en Bourse est d'accroître la notoriété d'une entreprise, et donc comment Odoo arrive-t-il à rester compétitif et à accroître son activité sans être coté ?

Alessandro : L'IPO permet en effet de sembler plus « sérieux » et permet aussi d'augmenter sa réputation sur un marché, mais ce n'est pas le seul canal marketing d'une entreprise. Nous

avons un budget assez élevé en marketing de 80 millions, qui nous permet de nous faire connaître de plus en plus chaque année. Et on essaie d'investir de manière continue dans le marketing dans le but d'étendre un maximum notre territoire d'activité, puisque l'on touche désormais plus de 180 pays dans le monde.

Hugo : La question d'entrer en Bourse n'a donc jamais réellement été posée au sein du groupe Odoo ?

Alessandro : Si évidemment. Les investisseurs, ça les arrangerait bien qu'Odoo rentre en Bourse, mais ils ne sont pas seuls à décider et comprennent nos motivations à rester une entreprise privée.

Hugo : L'IPO permet généralement aux investisseurs historiques, ainsi qu'aux fondateurs de vendre une partie de leurs actions et donc de récupérer des liquidités. Est-ce-que ces investisseurs poussent les membres directionnels à une éventuelle IPO justement ?

Alessandro : Évidemment, ils comprennent les avantages que la Bourse leur permettrait et oui parfois je pense qu'ils seraient contents de pouvoir avoir accès plus facilement à leurs liquidités, mais d'un autre côté ils comprennent aussi la lourdeur que le marché boursier représente et donc ils sont conciliants concernant notre volonté de nous maintenir privé.

Hugo : Est-ce-que, à l'avenir, si vous aviez besoin de fonds pour financer tel ou tel projet, vous envisageriez alors une éventuelle entrée en Bourse ?

Alessandro : On va considérer la Bourse bien sûr, mais premièrement, on considérerait une augmentation de capital via des investisseurs privés, puisque ça marche comme ça, si on peut honnêtement éviter une certaine IPO, par une levée de fonds privée, alors on va l'éviter. Maintenant, si ce n'est pas évitable, on va alors concrètement considérer l'IPO, évidemment.

Hugo : Qu'est ce qui pourrait vous motiver à entrer en Bourse finalement ?

Alessandro : D'ici quelques années, la valorisation de l'entreprise pourrait devenir tellement importante, que les investisseurs de l'entreprise auraient du mal à vendre leur part parce que entre privés, il y a une limite du montant qu'un fonds est capable de libérer pour investir, alors à ce moment-là, on pourra envisager de faire un direct listing, donc ce ne sera, pour ce qu'on en pense à l'heure actuelle, pas dans le but de lever des fonds, mais dans un but de rendre la possibilité aux investisseurs historiques de pouvoir vendre une partie, ou la totalité de leurs actions. Donc vraiment, uniquement dans un but de faciliter à nos investisseurs d'avoir un certain degré de liquidité.

1. Introduction

La croissance et l'innovation sont au centre des préoccupations des dirigeants d'entreprise, dans le but de maintenir une certaine compétitivité, ainsi que d'assurer leur pérennité sur le marché. Le choix du financement joue alors un rôle décisif dans cette course à la rentabilité et à la croissance. Divers moyens de financement s'offrent aux entreprises, ayant tous leurs avantages mais aussi leurs inconvénients. Ce mémoire a pour but de traiter des moyens de financement les plus populaires de notre ère moderne, en mettant notamment l'accent sur la transition du financement privé au financement public (par le biais de l'IPO : Initial Public Offering).

1.1 Contexte et justification de sujet

L'un des défis les plus importants pour les dirigeants d'entreprise est de mobiliser des ressources financières dans le but d'atteindre leurs objectifs d'expansion. Ce processus est crucial pour ces entreprises en croissance devant alors choisir la méthode la plus adéquate pour financer leur croissance.

Dans un contexte de nouvelles opportunités stratégiques et commerciales, il est essentiel pour ces dirigeants de comprendre quels moyens de financement se marient le mieux avec leur besoin en ressources financières, mais également en relation. Le choix de passer du financement privé au financement public sera plus qu'important pour l'avenir de leur entreprise et dépendra donc de plusieurs critères. Les fondateurs, dirigeants, ainsi qu'actionnaires seront alors confrontés à la décision majeure d'entrer en Bourse, ou non, pour diverses raisons, découlant d'une analyse détaillée visant à comprendre les atouts à tirer d'un tel changement.

Cette recherche est motivée par le besoin de combler une lacune dans la compréhension de la dynamique du financement des entreprises en croissance. Par le biais de la compréhension des mécanismes des différents moyens de financement, publics et privés, ainsi que les facteurs amenant les entreprises à opter pour une IPO, nous tenterons donc d'aiguiller les décideurs, les entrepreneurs et les investisseurs dans la prise de décisions.

1.2 Objectifs et questions de recherche

Comme dit précédemment, le but de cette étude est d'analyser les principaux moyens de financement mis à disposition des entreprises en croissance. Ensuite, nous tenterons de comprendre les facteurs qui les influencent à devenir public, via l'IPO. Afin de nous guider durant ce mémoire, nous allons essayer de répondre aux questions de recherche suivantes :

1. ***Quels sont les différents moyens de financement qui s'offrent aux entreprises en croissance ?***

Nous examinerons donc les différentes pistes qui s'offrent aux dirigeants, en passant des moyens plus traditionnels tels que les prêts bancaires, aux financements plus modernes, tels que le financement par la foule, le crowdfunding.

2. ***Quels sont les sources de motivation pour les dirigeants d'entreprises en croissance d'envisager une entrée en Bourse en passant vers le financement public ?***

Par le biais de cette question, nous étudierons les facteurs qui motivent les dirigeants d'entreprise à entamer les procédures pour le passage en Bourse de leur société. Nous tenterons, par la même occasion, de comprendre les raisons qui font que certains entrepreneurs qui ont la possibilité d'entrer en Bourse, prennent la décision de maintenir un financement totalement privé, en refusant l'entrée en Bourse.

En combinant les recherches théoriques sur le sujet, avec une analyse qualitative, ce mémoire visera à apporter une meilleure compréhension sur le sujet. De fait, l'objectif de ce mémoire sera donc d'infirmer ou de confirmer les recherches théoriques, en fonction de ce qui ressortira de notre analyse qualitative.

2. Cadre théorique

Cette section portera sur la partie théorique. Les informations présentes dans cette partie sont tirées d'articles scientifiques mais également d'autres articles que nous avons jugés comme sources d'information sûres. Toutes les sources utilisées seront citées dans les paragraphes concernés, mais aussi dans la dernière section de ce mémoire intitulée « Bibliographie ».

2.1 Les entreprises en croissance

Pour commencer cette partie théorique, il est primordial de comprendre ce que sont les entreprises en croissance ainsi que les différentes étapes du cycle de vie d'une entreprise. Mais avant de définir ce qu'est une entreprise en croissance, il est important de connaître le cycle d'une entreprise, commençant au stade de start-up. La première étape d'une start-up est bien évidemment la création. Le financement est une étape clé et généralement, les entrepreneurs vont recourir au love money et parfois aux Business Angels. Le crowdfunding peut sembler être intéressant également lors de cette phase (U. Frey, 2009).

La croissance va suivre la création, si l'entreprise se développe optimalement. Généralement, la croissance n'est pas directement observée après la création de l'entreprise puisqu'il se passe typiquement 2 à 5 ans avant d'observer une croissance durable (U. Frey, 2009).

Ensuite, la maturité suit avec une structure bien établie où les processus d'activité se stabilisent. Cependant, c'est le moment où la compétition est à son comble là où l'envie de progresser et de continuer d'évoluer n'y est plus. Vient enfin la phase de retournement. L'entrepreneur fait face à différents challenges dans le but de sauver son entreprise, et pour cela il doit réagir et prendre des solutions optimales pour éviter tout faillite de l'entreprise (U. Frey, 2009).

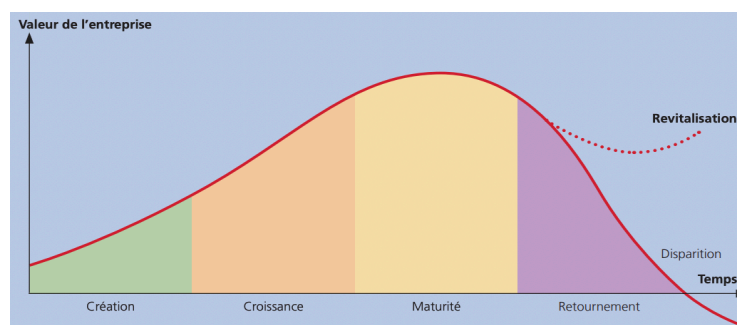


Figure 1 : Cycle de vie d'une entreprise (G. Balandrau, 2018)

Les entreprises en croissance sont donc des entreprises qui connaissent une augmentation significative de leur revenu, de leur taille mais aussi de leur influence sur le marché. Puisque l'on dit d'elles qu'elles sont en croissance, elles ont une croissance supérieure à la moyenne du secteur dans lequel elles se trouvent.

L'important pour une entreprise qui croît rapidement, c'est d'avoir à sa disposition, des fonds pour pouvoir se financer. Il est donc primordial pour elle de pouvoir répondre à ses besoins de financement par l'attrait de nouveaux types d'investisseurs. Dans le cas où l'entreprise ne dispose pas de moyens suffisants pour financer sa croissance, il se peut qu'elle se dirige vers une faillite de croissance. C'est un phénomène plutôt récurrent expliqué par l'augmentation soudaine du besoin en fonds de roulement de l'entreprise en croissance.

Forcément, les avantages sont nombreux pour les entreprises en croissance : augmentation du chiffre d'affaires, acquisition d'une meilleure image de marque et d'une notoriété auprès du client, accès à de nouveaux marchés, possibilité d'investir dans de nouvelles technologies grâce aux fonds disponibles, mais également une attraction de nouveaux talents.

Cependant, les entreprises en croissance sont également confrontées à différents challenges. Une soudaine croissance peut engendrer des insuffisances de fonds puisqu'elle doit être financée pour perdurer. Il est possible aussi que les entrepreneurs soient face à un manque d'expérience et de maîtrise des processus de développement. De plus, les entrepreneurs paraissent souvent trop confiants envers leur stratégie et peuvent parfois refuser les conseils d'experts, jugeant leur stratégie invulnérable. Et enfin, dans la plupart des cas, les entrepreneurs négligent trop souvent les bénéfices qu'ils peuvent tirer d'un bon management ainsi que d'autres responsabilités qu'ils ne jugent pas importantes. Il est donc primordial pour ces entrepreneurs de constamment se remettre en question et aussi d'écouter les critiques reçues par des proches mais aussi par des experts en la matière (U. Frey, 2009).

2.2 Les différents types de financement pour les entreprises en croissance

Maintenant que nous savons ce que sont les entreprises en croissance, penchons-nous désormais sur les différents types de financement qui s'offrent aux entrepreneurs. Il existe

plusieurs méthodes pour financer la croissance de son entreprise ayant chacune leurs avantages et leurs inconvénients. Au cours de cette section, nous allons aborder les plus importantes d'entre elles.

2.2.1 Prêts bancaires

Pour financer des projets ou des achats pour le développement d'une entreprise, les prêts bancaires sont forcément la première source de financement à laquelle un entrepreneur pense.

Un prêt bancaire c'est donc une source de financement pour le citoyen lambda, mais aussi pour les entreprises, offerte par des banques ou des établissements de crédit. C'est donc le moyen le plus traditionnel pour soit financer un projet, soit financer l'achat de produits nécessaires au fonctionnement de l'entreprise mais encore pour faire face à des situations difficiles telles qu'une période de vente creuse ou encore à des retards de paiement par exemple.

Cependant, selon la situation dans laquelle l'entreprise se trouve, la banque lui octroiera un prêt ou non. En effet, lorsque les entreprises viennent de commencer leur activité, et n'ont donc pas eu l'occasion de montrer aux banques leur efficacité à générer des bénéfices, l'accès à un crédit bancaire leur sera alors difficilement accordé. Les pouvoirs publics peuvent alors parfois intervenir dans ce genre de situation et offrir des aides publiques (F. Savignac, 2007), mais ce sujet sera traité dans la section « *Subventions et aides publiques* ». Une banque accordera donc plus facilement un crédit à une entreprise qui a besoin de liquidités pour financer sa croissance (M. Lonez, 2018). Le prêt bancaire présente donc divers avantages et inconvénients :

Avantages	Inconvénients
Moyen efficace pour une entreprise d'avoir un accès rapide à un crédit. Une fois le prêt approuvé, la somme d'argent est rapidement disponible.	Forme de dette qui doit être remboursée sur un laps de temps précis. Cela peut avoir un impact sur la trésorerie à cause de la pression mise par la banque.
Permet d'éviter la dilution des parts de l'entreprise contrairement à d'autres moyens de financement.	Plus l'entreprise est jugée à risque, plus le taux d'intérêts sera élevé.
Autorisation d'une déduction fiscale des intérêts (payer moins d'impôts).	La banque peut demander une mise en gage d'actifs de l'entreprise comme garantie.

Figure 2 : Avantages inconvénients crédits bancaires (H. Pignon, 2023)

En résumé, de nos jours les banques sont de plus en plus exigeantes envers les start-ups pour leur accorder un prêt en raison de l'instabilité des start-ups suite aux crises fréquentes que nous traversons et donc la présence des risques de non-remboursement. De plus, les banques feront encore moins confiance à une entreprise qui vise à combler des pertes qu'à une entreprise qui cherche à financer un projet. Les banques n'accorderont donc que très rarement un prêt à une start-up en phase d'amorçage. (J. Cailloux, A. Landier, G. Plantin, 2014).

Mais celles qui nous intéressent sont les entreprises en croissance, qui généralement ne font pas face à des problèmes financiers mais sont plutôt confrontées à des problèmes de financement de projets. En fonction de la situation de l'entreprise, les banques jugeront des risques auxquels elles font face pour proposer une solution de financement. Le financement par prêt bancaire pour une entreprise en croissance peut s'avérer être une solution optimale pour les entrepreneurs ne souhaitant pas diluer leur part. Cependant, selon la littérature, il est recommandé de ne pas utiliser le crédit bancaire comme unique source de financement, puisque d'autres moyens de financement ont l'opportunité de proposer divers avantages que le prêt bancaire n'offre pas.

2.2.2 Subventions et aides publiques

Le financement par aides publiques se caractérise par des subventions, des prêts à taux réduits ou encore par des allègements. C'est donc l'un des rôles de l'État de financer la croissance des entreprises fournissant des effets externes positifs à la société (M. Lonz, 2018). Forcément, pour obtenir ces aides, les entreprises doivent répondre à plusieurs critères qui feront l'objet d'une enquête auprès du gouvernement.

Les subventions sont des fonds accordés à des start-ups dans le besoin ou à des entreprises dans le but de financer une initiative spécifique. C'est donc par là un moyen de redynamiser l'économie d'un pays. Certaines entreprises en croissance se voient accepter leur demande de financement puisque le fonds octroyé servira à financer des projets de recherches et développement, des programmes de formation, ou encore à financer une initiative pour le développement durable, qui sont des projets en accord avec les exigences du gouvernement.

Mais selon Jonathan Schockaert, fondateur de ListMint, la majorité des entreprises en demande de subsides va adapter sa stratégie aux critères requis par le gouvernement dans le but de se

voir accepter le subside, ce qui peut représenter une énorme perte de temps et donc ne finalement pas valoir la peine d'en faire la démarche (M. Lonz, 2018).

Une autre manière de bénéficier des aides de l'État est d'avoir recours aux allègements fiscaux. De par ce phénomène, l'État va donc octroyer ou non aux entreprises des déductions fiscales pour le recrutement ou pour la recherche et le développement (en Belgique). Cependant, le financement des entreprises de recherche par des incitants fiscaux ne semble pas le moyen le plus efficace (B. Potetelsberghe De la Potterie, E. Megally, S. Nysten, 2004). En effet, comme dit précédemment, les allègements fiscaux vont principalement être octroyés aux entreprises qui sont dans le secteur de la R&D, secteur d'entreprise dans lequel une analyse qualitative, sera réalisée plus tard dans ce mémoire. « L'aide octroyée est extrêmement faible par rapport aux dépenses totales de R&D des entreprises ». Par conséquent, les coûts ainsi que le temps lié aux démarches administratives ne vaudraient pas la peine en comparaison avec les aides et les fonds obtenus (B. Potetelsberghe De la Potterie, E. Megally, S. Nysten, 2004).

Cependant, depuis lors (2004), certaines modifications à ce propos ont été ajoutées dans l'Union Européenne. En effet, pour les pays membres, l'objectif était d'augmenter les dépenses en R&D en atteignant 3% du PIB du pays en 2020. La Belgique faisant partie des pays ayant atteint cet objectif avec 3.48% du PIB en 2020 (S. Romero Ruiz, 2022). Mais est-ce pour autant suffisant pour les entreprises du R&D ? Selon le journal *L'Écho*, le Bureau du Plan, un organisme belge indépendant qui analyse l'efficacité des nouvelles politiques instaurées, estimerait que « les incitants fiscaux pour la R&D peuvent être améliorés ». Les travaux réalisés par Dumont confirment ce que *L'Écho* nous dit. En effet, ils nous expliquent « que les quatre systèmes différents de dispense partielle de versement du précompte professionnel sur les salaires du personnel affecté à la R&D stimulent efficacement des activités de R&D » mais que l'efficacité des aides octroyées par l'État pourrait être optimisée.

De plus, Vennix (2019) nous explique que moins de 3% des dépenses fournies sont attribuées à des entreprises qui existent depuis moins de 5 ans. Les jeunes entreprises ayant des activités dans la R&D sont donc défavorisées par les avantages fiscaux. Il serait donc intéressant pour l'État belge de revoir ses politiques puisque ce sont notamment ces jeunes entreprises qui ont le plus besoin de financement, mais qui ont aussi le meilleur potentiel de croissance.

Pour conclure cette section sur les subventions et aides publiques, situons les entreprises en croissance. N'étant plus en phase d'amorçage, les entreprises en croissance pourraient être bénéficiaires de cette réforme puisque ce sont les start-ups qui sont défavorisées par cette politique actuelle. Il est important de bien noter que le rapport coût-temps/bénéfices de ces démarches d'avantages fiscaux est à prendre en compte. Si les activités de l'entreprise ne sont pas en accord avec les critères requis par l'État, il est important que l'entrepreneur reste focalisé sur ses activités pour éviter de perdre trop de temps dans les démarches de demande de subsides.

2.2.3 Financement participatif (Crowdfunding)

Le financement participatif, crowdfunding en anglais, est un moyen de financement émergent qui a de plus en plus de succès ces dernières années notamment grâce au développement de l'information. C'est un nouveau moyen de financer les petites entreprises grâce à des millions d'utilisateurs, et donc de leur offrir la possibilité d'émerger (J. Thewissen, 2021, *Entrepreneurial Finance LLSMS2014*).

Pour l'entrepreneur, le crowdfunding est un moyen de récolter des fonds mais également c'est l'occasion de recevoir de l'engagement social et émotionnel. En effet, à travers la création de la récolte de fonds sur une plateforme de crowdfunding, les individus qui décident d'investir une partie de leur argent dans le projet vont alors devenir des « fans » de l'entreprise et seront donc probablement les premiers à acheter le produit ou le service proposé. Selon certains auteurs, tel que G. Goasdoué, le crowdfunding serait plus efficace en termes de campagne marketing plutôt qu'en apport financier (G. Goasdoué, 2016).

Cependant, les créateurs de crowdfunding font face à certains risques auxquels ils ne peuvent échapper. Premièrement, le risque de partager un avantage concurrentiel. En effet, lors de la description du projet de financement, le projet est rendu accessible à tout individu qui décide de se renseigner, dans le but d'être le plus transparent possible. Et donc la difficulté pour les créateurs est de savoir où se trouve la limite entre la promotion de leur projet et la conservation d'un avantage concurrentiel (J. Thewissen, 2021, *Entrepreneurial Finance LLSMS2014*).

Ensuite, les entrepreneurs font également face à un problème de conseil. S'ils décident par exemple de ne se financer que par le biais du crowdfunding, ils ne recevront pas de conseils de la part d'investisseurs expérimentés. La solution à ce problème serait alors de ne pas

uniquement se financer par la foule, mais également par d'autres types de financement. (J. Thewissen, 2021). De plus, les campagnes de crowdfunding s'avèrent être une réelle solution pour les jeunes start-ups puisque ce type d'entreprise se voit malheureusement souvent refuser sa demande de crédit puisqu'elle n'a pas de bases solides.

A présent, attardons-nous sur le point de vue des investisseurs. On pourrait penser que si les investisseurs décident de financer un projet, c'est uniquement dans le but d'acquérir un rendement sur investissement. Il s'avère que ce type d'investisseurs, appelés investisseurs financiers, ne représente que 38% des crowdfunding. Ensuite, il y a les investisseurs qui trouvent que le projet a une réelle utilité pour offrir des solutions à des problèmes et donc décident de fournir des fonds (22%). 14% des investisseurs de crowdfunding sont considérés comme étant des investisseurs émotionnels, c'est-à-dire qu'ils fournissent un apport financier à l'entreprise pour une raison sentimentale. Les socio-investisseurs représentent malgré tout 13% et sont généralement des personnes âgées de plus de 55 ans. Et finalement, les « inno-investisseurs » représentent 12% des investisseurs de crowdfunding, qui sont donc alors considérés comme étant des investisseurs qui fournissent un fonds dans le but de financer un produit ou un service innovant (J. Thewissen, 2021, *Entrepreneurial Finance LLSMS2014*).

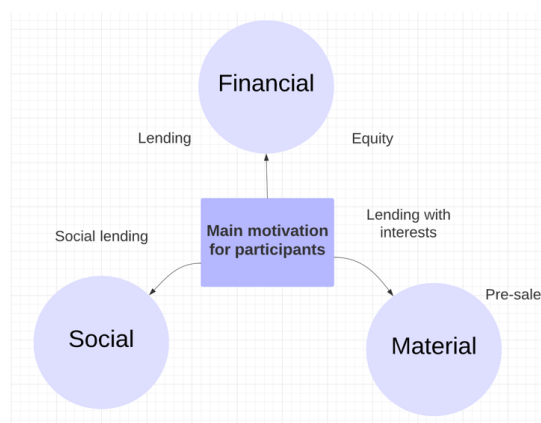


Figure 3: Main motivation for participants of crowdfunding (H. Pignon, 2023).

Le crowdfunding est un moyen pour les investisseurs de payer moins d'impôts, puisqu'en effet le gouvernement belge a mis en place un avantage fiscal (tax shelter) dans le but de promouvoir ce dernier. Les particuliers pourront alors bénéficier d'une déduction fiscale allant de 30 à 50%. Pour conclure cette section, penchons-nous sur le financement des entreprises en croissance. Pour ce type d'entreprise, passer uniquement par le crowdfunding pour se financer pourrait

sembler être une erreur puisqu'en effet, les entreprises en croissance ayant déjà des bases solides auront facilement accès à d'autres moyens de financement. Cependant, passer par le crowdfunding leur permettrait de se créer une communauté, et donc de faire une campagne marketing « gratuite ». Mais pour les jeunes entreprises, n'ayant pas toujours de garanties, et se voyant souvent refuser leur crédit ou n'obtenant pas de succès auprès d'autres types d'investissement, le crowdfunding peut s'avérer être une solution au problème de financement.

2.2.4 Investisseurs providentiels (Business Angels)

Un investisseur providentiel, traduit de l'Anglais Business Angels, est un investisseur privé qui fournit des fonds ainsi qu'un soutien à une entreprise en phase d'amorçage ou en phase de croissance, en échange d'une participation dans l'entreprise. Dans la plupart des cas, ce sont d'anciens entrepreneurs qui ont arrêté leurs activités. Ils cherchent donc à passer leur temps et à utiliser leur argent dans de nouvelles entreprises (G. Kettani, & A. Villemeur, 2012).

Mais pour l'entreprise, le bénéfice qu'elle peut en tirer n'est pas uniquement financier. En effet, les BA sont, comme dit précédemment, d'anciens entrepreneurs, qui par leur expérience ont la capacité de fournir de précieux conseils aux entreprises dans lesquelles ils investissent. De par leur connaissance dans divers domaines, ils peuvent soutenir les entrepreneurs en leur fournissant leur savoir en termes de gestion de processus et de réseautage. De plus, les BA apportent leur capacité de négociation avec les banques. Souvent, les capacités de négociation des entrepreneurs sont trop négligées et la présence d'un BA ne peut apporter que du positif dans une telle situation (N. Levratto, M. Ramadan, L. Tessier, 2017).

D'après une étude réalisée par les auteurs Levratto, Ramadan et Tessier, « les entrepreneurs ayant besoin de financement pour des projets innovants ont tendance à se tourner vers les BA qui, en parallèle, manifestent une préférence pour le financement de projets innovants ». Parmi les entreprises en croissance, beaucoup ont d'innovants projets et ont donc les atouts nécessaires à l'attrait de nouveaux investisseurs privés. Elles ont tout à y gagner en faisant appel aux BA pour financer leur croissance. Les BA jouent un rôle clé dans le financement des entreprises émergentes puisqu'ils peuvent aider ces dernières à combler les lacunes de financement lorsque les sources de financement traditionnelles telles que les banques et les investisseurs en capital-risque ne sont pas accessibles.

Lorsqu'une entreprise à l'opportunité d'avoir divers BA comme investisseurs dès les premières phases de création, il est important d'entretenir de bonnes relations étant donné que les BA peuvent apporter leur expertise en matière de négociation, notamment pour négocier les contrats avec les banques mais également lorsqu'une entreprise décide d'entrer en bourse. Les conseils de ces experts lors de ces étapes clés sont généralement judicieux pour le bon développement de l'entreprise et pour maintenir une croissance durable (M. Solignac, 2018)

Cependant, étant donné le taux d'échec relativement important des start-ups ou même de certaines entreprises en croissance, les BA sont assez méticuleux quant aux choix de l'entreprise dans laquelle ils vont investir leur temps et leur argent. Il est donc primordial pour les entreprises innovantes qui sont à la recherche d'investisseurs privés, de proposer un business plan clair et cohérent. Les BA vont alors décider d'investir dans un projet qui leur semble prometteur dans le but de développer ce dernier pour finalement en tirer des bénéfices financiers. Il ne faut pas oublier que le BA investit dans le but d'avoir un retour sur investissement important étant donné le risque pris de sa part puisque ce sont généralement des entreprises en phase précoce qui ont de hauts potentiels de croissance qu'il va choisir.

La pression mise sur les épaules des entrepreneurs peut alors devenir importante puisqu'il n'est désormais plus le seul acteur de son entreprise. Les exigences et conseils donnés par les investisseurs privés peuvent parfois sembler contraire aux idées de l'entrepreneur et certains conflits peuvent émerger de telle situation. Puisque le BA a investi de son temps et de son argent dans l'entreprise, l'entrepreneur se doit d'écouter les conseils reçus et d'en prendre compte lors de décisions importantes.

Même si généralement, les Business Angels vont faire surface dans des entreprises qui sont dans des phases de création, ils vont accompagner les entrepreneurs tout au long du développement de leur entreprise et l'impact que les BA ont sur les performances des entreprises en croissance n'est absolument pas négligeable comme nous le rappellent les auteurs Nadine Levratto, Maarouf Ramadan et Luc Tessier dans leur étude, puisque selon eux, les BA sont « le moteur des entreprises innovantes » (N. Levratto, M. Ramadan, L. Tessier, 2017).

Faire appel aux Business Angels pour les entreprises en croissance qui n'en ont pas encore eu l'occasion peut alors faire toute la différence dans le processus de croissance de l'entreprise.

2.2.5 Capital-Risque (Venture Capital)

Le capital-investissement (Private Equity) diffère du capital-risque (Venture capital). En effet, ce sont tous deux des moyens de financer une entreprise. Cependant, une structure de capital-risque va plutôt se focaliser sur des start-ups à haut potentiel de croissance ou sur des entreprises déjà en développement alors que les structures de capital-investissement vont, elles, plutôt se focaliser sur des entreprises déjà matures qui sont sous-évaluées ou qui connaissent des difficultés, et vont donc tenter de redynamiser leur activité. Nous allons donc plutôt nous focaliser sur les structures dites de fonds d'investissement en Venture Capital.

A la différence d'un Business Angels, un fond de capital risque est une institution impliquant des investisseurs qui fournissent des fonds aux entreprises en phase de développement qui ont des potentiels de croissance fortement élevés. « Le capital-risqueur est un intermédiaire financier actif qui endosse de nombreux rôles : directeur, conseiller ou même manager de l'entreprise dans laquelle il investit » (G. Kettani & A. Villemeur, 2012).

Il existe plusieurs types de fonds d'investissement en Venture Capital mais globalement, ils sont caractérisés par une structure duale. Des investisseurs placent leur argent dans le fonds qui sera géré par une société indépendante impliquant une équipe de dirigeants et de managers qui se chargera de la gestion du fonds d'investissement. Généralement ce type de fonds n'a une durée de vie que de 10 ans, avant d'être volontairement liquidé à la fin de son cycle. Les managers ainsi que les dirigeants vont coûter entre 2% et 4% du capital investi par an. Dans le cas où des bénéfices sont générés de par les investissements dans les différents projets, les rendements sont partagés entre les managers et les investisseurs. « Ce schéma permet donc l'alignement des objectifs des investisseurs et des managers du fonds et réduit également la probabilité des conflits d'agence entre les parties » (S. Manigart, 2012).

Les fonds de capital-risque sont généralement réticents à investir dans des start-ups jugées trop petites, car le temps passé dans ces projets est disproportionné par rapport à la rentabilité attendue. Les entrepreneurs de ces start-ups vont parfois vivre le phénomène d'*equity gap* : les grosses structures telles que les VC vont plutôt se concentrer sur de plus gros projets, alors que le montant espéré par l'entrepreneur est trop élevé pour un Business Angel. Cependant, les pouvoirs publics soutiennent le développement de VC spécialisés dans l'investissement de petits projets dans le but de réduire le phénomène d'*equity gap* (O. Witmeur & S. Manigart, n.d.).

Mais ce phénomène n'arrive que très rarement aux entreprises en croissance puisque, généralement, elles ont les moyens d'attirer des investisseurs tels que des structures de fonds d'investissement en VC. Les VC vont alors donc plutôt se focaliser sur les entreprises qui sont dans des stades dits d'*early growth* ou *fast growth*. Ils cherchent donc des entreprises qui ont de gros potentiels de croissance dans le but d'obtenir des retours sur investissement élevés dans le cas d'un succès. Cependant, comme les BA, les VC ne sont pas que des pourvoyeurs de financement, puisqu'ils amènent également dans l'entreprise tout leur savoir pour l'accompagner le mieux possible durant son développement. Tout comme les BA, ils vont alors amener leur expertise et leur expérience dans le domaine à l'entreprise. « Le VC se positionne donc comme un véritable partenaire de l'entrepreneur avec qui il partage une vision liée à une ambition de croissance et une prise de risque » (O. Witmeur & S. Manigart, n.d.).

Les fonds d'investissement en VC semblent alors l'une des meilleures solutions pour financer la croissance de son entreprise. Mais ce n'est pas si facile que cela en a l'air de trouver des structures qui acceptent de financer son projet. En effet, les fonds VC reçoivent parfois plusieurs centaines de dossiers par an à traiter et n'en choisiront que très peu parmi ceux-ci (généralement ils sont prêts à participer à deux projets par an). Il est donc recommandé aux entrepreneurs qui souhaitent faire partie d'un projet VC de passer du temps sur le dossier dans le but de le rendre le plus pertinent possible pour tenter de correspondre le plus possible aux critères demandés par la structure. Mais nous n'allons pas nous attarder plus sur le sujet de sélection de projet, puisque ce n'est pas le sujet principal de ce mémoire. Si vous souhaitez plus de détails quant au processus d'acceptation d'un projet de financement par une structure VC, le document du professeur Sophie Manigart intitulé « Venture Capital : accélérateur de croissance », vous l'expliquera de manière claire et concise (ou encore le document rédigé par Sophie Manigart et Olivier Witmeur dans « Le guide du Venture Capital en Belgique »).

Les avantages sont nombreux lorsqu'une entreprise a la chance d'avoir une structure VC qui a choisi de financer sa croissance comme nous l'avons dit précédemment. Mais il existe également des inconvénients, puisque l'entreprise va devoir céder des parts à la structure ce qui fait que les actionnaires déjà présents avant la venue des VC vont se voir diluer leurs parts dans la société, et donc devenir moins propriétaires de l'entreprise. De plus, étant donné la présence de certains dirigeants et managers de la structure dans l'assemblée générale, certains conflits peuvent émerger lors de la prise de décisions importantes pour le futur de l'entreprise. La

pression mise sur les épaules des entrepreneurs devient alors plus intensive puisque le risque est désormais partagé entre lui, les actionnaires déjà présents et les membres de la structure ainsi que ses investisseurs.

2.2.6 Financement par la bourse

Lorsque l'on parle de financement des entreprises en croissance, on ne peut pas éviter le sujet du financement par la Bourse, c'est-à-dire, le financement par la vente d'actions publiques. Les entreprises en croissance vont parfois se trouver dans des situations où la question de financement pose problème, et donc l'introduction en bourse (IPO) peut être l'une des solutions choisies par l'entreprise. C'est donc une opération financière étant destinée à lever des fonds sur un marché boursier et par là, un moyen de financer de nouveaux projets d'activité.

L'IPO, c'est donc l'évènement par lequel les parts d'une société sont rendues publiques sur un marché boursier. Il représente un moyen de vendre une partie de son entreprise de manière publique par le biais d'actions, tout en augmentant son capital. Le processus de l'IPO peut être lourd et compliqué, c'est pourquoi les entrepreneurs vont, dans la plupart des cas, faire appel à une société de souscription qui l'aidera à définir le prix de l'action ainsi que le nombre de parts mises en vente. Une fois l'évènement de l'IPO fait, l'entreprise devient publique et les parts de cette dernière sont échangés sur le marché boursier. Il s'agit également d'un bon moyen d'acquérir une certaine notoriété. En effet, lorsqu'une société est cotée en bourse, elle renforce sa réputation et sa notoriété en démontrant sa capacité à attirer des investisseurs et à croître en tant qu'entreprise publique (B. Jacquillat, N.D.)

Nous savons qu'une entreprise cotée en Bourse aura bien plus facilement accès à des fonds pour financer de nouveaux projets, grâce à sa popularité et à sa capacité à générer des profits. Cependant, il y a forcément un coût à tous ces avantages tirés de l'entrée en bourse. En effet, pour les dirigeants d'entreprise cotée en Bourse, la pression est parfois trop importante, puisque le risque est désormais partagé parmi parfois des millions de « micro-proprétaires » d'actions. Ces investisseurs attendent beaucoup des performances de l'entreprise dans laquelle ils ont décidé d'investir. Chaque décision peut influencer le cours de la Bourse et donc chaque décision peut alors avoir un impact énorme. De plus, lorsqu'une entreprise est cotée sur le marché boursier, il est nécessaire qu'elle divulgue des informations financières détaillées, destinées au grand public ainsi qu'aux autorités réglementaires.

Par ailleurs, l'une des conséquences de l'entrée en Bourse, est la dilution des parts des fondateurs de l'entreprise. En effet, lors de la levée de fonds, l'entreprise va alors choisir d'augmenter son capital par la vente d'actions. Si par exemple, les dirigeants décident de doubler le montant du capital à l'occasion de la levée de fonds, les nouveaux actionnaires seront alors détenteurs de 50% des parts de l'entreprise, ce qui réduit également à 50% les parts des actionnaires déjà présents dans l'entreprise (La Finance pour tous, février 2022).

L'entrée en Bourse pour les entreprises en forte croissance peut être l'une des solutions les plus optimales pour certaines d'entre elles afin d'obtenir des fonds pour se financer. Mais le processus de l'IPO peut être redoutablement lourd et stressant. Les coûts liés suite à ce processus peuvent être considérables, il est donc judicieux de ne pas vouloir entrer prématurément en Bourse afin d'avoir des bases assez solides pour pouvoir absorber ces coûts.

2.2.7 Conclusions des moyens de financement pour les entreprises en croissance

A présent que nous connaissons les principales sources de financement qui s'offrent aux entreprises, observons ce graphique. Lors des phases prématurées de l'entreprise, l'entrepreneur fera généralement appel à son entourage pour développer sa start-up. En fonction de l'activité de l'entreprise, il aura l'occasion (ou pas) de faire appel à un Business Angels afin de développer ses activités. Mais comme nous l'avons vu dans la théorie, les BA cherchent à financer des entreprises à haut potentiel de croissance.

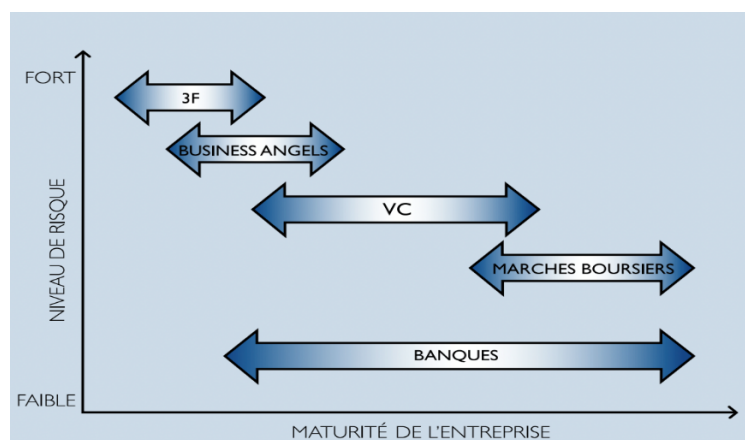


Figure 4 : Type de financement utilisé en fonction du développement de l'entreprise (O. Witmeur & S. Manigart, n.d.).

Les entreprises en croissance vont généralement utiliser d'autres sources de financement, plus stables mais également dans le but d'obtenir des fonds plus importants. Elles feront alors appel à des structures de Venture Capital, qui pour rappel, vont chercher à financer des entreprises en stade de développement pour croître encore plus rapidement. Elles vont également avoir accès à des crédits offerts par les banques qui, généralement seront limités, ainsi que chères en fonction du risque auquel la banque fera face. En fonction de plusieurs critères, les dirigeants de l'entreprise vont, à un moment donné, devoir envisager l'IPO. Ils pourront alors compter sur un plus grand nombre d'investisseurs pour acheter des parts de l'entreprise. Mais la décision d'entrée en Bourse n'est pas simple. Elle découle d'une analyse détaillée demandant beaucoup de temps et d'argent. Nous n'avons pas mentionné les structures de Private Equity, puisque elles se focalisent plutôt sur le financement des entreprises matures, en phase de stabilisation.

2.3 Les critères de choix entre financement privé et financement public

Étant donné que les entrepreneurs dont les entreprises sont en croissance se tournent plutôt soit, vers des structures de Venture Capital, soit vers le financement public par le biais de la vente d'actions sur les marchés boursiers, nous avons trouvé judicieux d'essayer de comprendre à partir de quel moment, et sur quels critères, les dirigeants décident de passer du financement privé au financement public. Par financement privé, nous entendons tout financement venant, d'un établissement à crédit, d'un fonds spécialisé tel que les VC ou les fonds de Private Equity. C'est donc ce sur quoi cette section traitera.

Premièrement, l'une des principales raisons pour laquelle une entreprise entrerait en Bourse, serait son besoin en capital. De fait, les entreprises en croissance sont souvent demandeuses de fonds, nécessaires au financement de leur expansion ou de leur R&D, et les marchés boursiers ont la capacité de répondre à ce besoin en offrant un accès à des capitaux significatifs. En revanche, le financement privé peut être adapté pour des besoins en capitaux plus modestes.

Le stade de développement est également l'un des critères importants pour le type de financement choisi. Une entreprise en début de phase de croissance ne pensera forcément pas à entrer en Bourse rapidement. Elle privilégiera plutôt le financement privé pour se construire et se développer. Une fois la croissance bien en route, les processus de développement stables, ainsi que des perspectives d'avenir mises en place, l'entreprise pourrait alors envisager le financement public. C'est donc généralement après avoir atteint une certaine taille, avoir

prouver son efficacité à générer des bénéfices, qu'une entreprise envisagera l'entrée en Bourse pour financer des projets plus grands encore. Cependant, certains secteurs échappent à la règle. C'est le cas notamment du secteur pharmaceutique, puisque là, parfois, les entreprises vont mettre plusieurs années avant de générer des bénéfices étant donné le temps de R&D qui peut être particulièrement long pour développer un médicament par exemple. Ces entreprises-là vont alors parfois entrer en Bourse avant même de générer le moindre bénéfice, car elles ont besoin de fonds pour continuer de financer les recherches (F. Panetta, M. Pagano & L. Zingales, 1997).

Ensuite, les besoins de contrôle de la part des actionnaires déjà présents dans l'entreprises sont un critère qui va fortement influencer ces derniers dans la décision de se financer de manière publique ou non. En effet, lors de l'IPO, l'entreprise peut perdre une partie du contrôle sur sa direction et sa gouvernance en raison des obligations réglementaires et des exigences de transparence associées à la cotation en bourse. Les investisseurs privés vont de ce fait perdre de leur influence sur les décisions futures de l'entreprise entraînant une dilution de la propriété et du contrôle de l'entreprise. Ce critère pèse fortement dans la balance en fonction des motivations des dirigeants et certains conflits peuvent dès lors émerger de telles situations puisque les entrepreneurs veulent généralement conserver des parts importantes de leur entreprise, alors que de l'autre côté, les investisseurs préfèrent parfois la dilution de leurs parts dans le but de développer de manière considérable les activités de la société par le biais de l'IPO (M. Hunsaker, 2017).

Les exigences qui découlent d'une IPO ne sont pas à négliger. Les ressources nécessaires pour mener à bien une IPO sont un critère à prendre en compte puisque pour entrer en Bourse, une entreprise doit être prête à faire face aux exigences et doivent posséder des ressources financières, humaines et techniques pour pouvoir les gérer. De plus, les coûts liés à la conformité de la cotation en Bourse sont également à prendre en compte. Les sociétés cotées en bourse sont soumises à des exigences réglementaires strictes en matière de divulgation, de gouvernance d'entreprise, d'information financière et d'autres obligations. Les coûts de mise en conformité, tels que les coûts juridiques, comptables, de tenue de registres et autres coûts associés à la cotation en bourse, peuvent être significativement importants. En revanche, en se finançant auprès d'investisseurs privés, les entreprises pourront profiter de plus de liberté en termes de flexibilité de divulgation d'informations et de conformité réglementaires (J. Draho & M. Stanley, 2004).

Les actionnaires déjà présents dans l'entreprise, peuvent également être influencés par une possibilité accrue de liquidité lors d'une entrée en Bourse. De ce fait, lors de l'IPO, les actionnaires auront alors l'occasion d'échanger leurs parts de la société cotée de manière publique offrant des sorties potentielles pour ces investisseurs. Le financement privé, lui, n'offre que très peu de possibilités de sorties pour les actionnaires, puisque les parts sont plus difficilement échangeables. Cela semble être une sécurité avant tout pour les actionnaires, dès lors, il ne faut pas se laisser piéger par ses propres intérêts lorsqu'il s'agit du développement de l'entreprise, mais il est souvent difficile de faire la part des choses en tant qu'actionnaires (F. Riva, 2012).

L'évaluation peut également influencer les dirigeants d'une entreprise à entrer en Bourse. C'est lors de l'IPO que l'entreprise va être évaluée par les marchés, et de ce fait, l'évaluation réalisée sera peut-être différente de celle estimée par les fondateurs ou les investisseurs de l'entreprise. L'évaluation de l'entreprise va avoir un impact sur la dilution des parts des actionnaires déjà présents ce qui aura un impact sur le contrôle de la part des actionnaires existants dans l'entreprise. Il est donc primordial d'essayer d'évaluer l'entreprise à sa juste valeur avant une IPO, afin d'éviter des surprises de sur ou sous-évaluation. Dans le cas du financement privé, l'évaluation de la société peut être directement négociée directement avec les investisseurs offrant donc plus de contrôle dans l'évaluation.

Finalement, les objectifs stratégiques de chaque entreprise semblent être importants dans la décision d'entrer en Bourse. Il n'y a pas que la levée de fonds qui peut être bénéfique pour une entrée en Bourse, puisque les entreprises cotées vont pouvoir bénéficier d'une visibilité accrue à ce stade. C'est donc par là une possibilité de se faire connaître davantage à travers le monde tout en renforçant son image de marque et sa notoriété. Par ce biais, davantage de personnes prendront connaissance de l'entreprise pour, pourquoi pas, devenir de futurs clients, mais c'est également l'occasion d'attirer de nouveaux talents dans l'entreprise pour continuer de faire perdurer le développement de la société. En revanche, si l'entreprise préfère maintenir une certaine confidentialité dans le but d'éviter des contraintes de divulgations d'informations ou d'éviter des contraintes réglementaires, il faudra continuer alors à essayer de lever à nouveaux des fonds auprès de nouveaux investisseurs.

Nous l'aurons compris, un tas de critères vont influencer les fondateurs et/ou les investisseurs à réaliser l'IPO. Cela dépendra de beaucoup de facteurs et la décision n'est pas

simple et demande une analyse approfondie. Mais généralement, une entreprise entrera en Bourse pour financer sa croissance par le biais des fonds récoltés lors de l'IPO. Ce sera donc le cas pour les entreprises dont les revenus augmentent de manière considérable. Comme dit précédemment, certains secteurs font exception, comme par exemple le secteur pharmaceutique, secteur dans lequel les entreprises vont parfois mettre plusieurs années avant de rentrer un quelconque bénéfice de son activité. Ce secteur aura donc tendance à lever des fonds dès que le précédent est épuisé dans le but de payer les coûts liés à la recherche et au développement du produit ou du service proposé par l'entreprise. Il va alors généralement lever des fonds de manière assez précoce puisque l'auto-financement est presque impossible dans ce type de secteur.

2.4 Les avantages et inconvénients de l'entrée en bourse

Après avoir tenté de comprendre quels sont les critères de choix entre financement privé et financement public pour les entreprises en croissance, nous allons énumérer les avantages et les inconvénients de l'entrée en Bourse.

Bien évidemment, l'avantage principal est d'obtenir les fonds nécessaires à l'activité de l'entreprise. Par l'IPO, l'entreprise va pouvoir bénéficier des liquidités des investisseurs et par conséquent, répondre aux besoins de financement pour pouvoir maintenir une croissance active. La cotation en bourse va également permettre de revaloriser l'entreprise, généralement à la hausse que ce soit financièrement parlant, ou en termes de notoriété puisque, par la cotation en Bourse, les asymétries d'information vis-à-vis des investisseurs seront réduits mais aussi par la sécurité juridique des investisseurs mise en place par les gouvernements. L'IPO va également fournir une certaine sécurité aux actionnaires déjà présents, puisque celle-ci va leur procurer davantage de liquidité en cédant leurs titres sur le marché (favoriser les stratégies de sorties des actionnaires) (F. Riva, 2012).

Étant donné la baisse de risque prise par les actionnaires (information, liquidité et sécurité juridique), le coût de financement est moindre grâce à une rentabilité plus faible demandée par les actionnaires. De plus, une fois cotée, l'entreprise peut lever des fonds fréquemment en émettant de nouvelles actions. Les fonds reçus par les entreprises cotées peuvent atteindre des montants significatifs, facilitant alors le développement de la société. Par ailleurs, de par

l'augmentation de visibilité sur les marchés suite à l'entrée en Bourse, les entreprises auront plus facilement accès à des opérations de fusion-acquisition. C'est par là un moyen d'augmenter sa rentabilité dans un avenir proche.

Mais comme vu précédemment, l'entrée en Bourse présente également divers inconvénients, et ce sera aux dirigeants de faire la part des choses, et de décider s'il est nécessaire ou non de réaliser l'IPO. Premièrement, cette entrée représente d'énormes coûts en termes juridique, administratif, marketing, etc. Le fait de devoir divulguer des informations publiquement représente également un coût financier pour l'entreprise mais aussi une perte de discrétion pour ce qui est de certains avantages qu'elle aurait pu conserver si elle n'était pas publique. Par conséquent, certaines informations financières et stratégiques rendues publiques vont pouvoir profiter aux concurrents et donc affaiblir la position concurrentielle de la société rendue publique (J. Draho & M. Stanley, 2004).

De plus, cela aura également des répercussions sur les pouvoirs des dirigeants, point particulièrement sensible pour ces derniers qui privilégient parfois l'indépendance financière. En effet, les sociétés cotées sont soumises aux contrôles des autorités de supervision mais également aux analyses des investisseurs. Les dirigeants vont également ressentir une perte de l'autonomie managériale puisque de nouveaux actionnaires seront désormais propriétaires en partie de l'entreprise et donc, les décisions prises vont également être influencées par tous les nouveaux propriétaires.

Finalement, la pression mise sur les épaules des dirigeants d'entreprise cotées peut être, dans certaines situations, pesante. Les actionnaires sont dans l'attente de résultats de la part de l'entreprise dans laquelle ils ont investi leur argent. De plus, les entreprises cotées vont également devoir faire face à la volatilité du marché puisque le prix de l'action va être impacté par les performances de l'entreprise mais aussi par des facteurs externes qui ne dépendront pas de la volonté des dirigeants.

Nous l'aurons compris, beaucoup d'avantages peuvent être tirés lors de l'entrée en Bourse, mais ceux-ci seront accompagnés d'inconvénients. Il reviendra donc aux entrepreneurs et aux actionnaires de prendre cette décision, en considérant les facteurs et les conséquences.

3 Méthodologie

3.1 Méthode de collecte

Pour la réalisation de la partie pratique de ce mémoire, nous avons opté pour une analyse qualitative, par le biais d'interviews. En effet, nous avons trouvé judicieux d'étudier cette question de recherche de manière qualitative puisque le sujet reste assez subjectif d'une situation à une autre, et donc l'intervention de ce type d'analyse nous permettra de mieux comprendre les choix des acteurs des entreprises en croissance.

Pour ce faire, nous avons contacté différentes entreprises étant toutes actives dans le secteur de la technologie, secteur assez vaste, nous permettant ainsi de toucher un grand nombre d'entreprises différentes. Nous avons choisi d'interviewer des entreprises faisant partie du territoire belge mais également une entreprise suisse, nous permettant alors de pouvoir comparer des entreprises étant actives sur des territoires différents (Europe/hors Europe), et donc d'observer s'il existe des divergences en terme de prise de décision concernant l'IPO.

Un guide d'interview aura été préalablement réalisé, en fonction des informations que nous avons relevé de la théorie, nous permettant ainsi de suivre un fil conducteur logique durant les interviews. Ce guide est disponible en fin de mémoire dans la section « annexe », ainsi que toutes les interviews qui auront été réalisées pour l'écriture de la section concernant les résultats. Étant donné que notre question de recherche s'oriente vers les entreprises en croissance, nous avons bien évidemment contacté des entreprises que nous jugeons croissantes.

3.2 Hypothèses

Nous avons choisi de poser des hypothèses qui nous auront aidé à la réalisation du guide d'interview. Il était important pour nous de suivre une suite logique, et ces hypothèses nous aideront à rester sur un fil conducteur logique qui nous permettra de répondre à la problématique. Ces hypothèses ont été écrites sur base des informations relevées de la théorie.

H1 : Les entreprises en croissance vont avoir tendance à se financer majoritairement auprès de structures VC ou de Business Angels, ou par le biais de ventes d'actions publiques.

En effet, nous avons observé dans la littérature que les principales sources de financement mises à disposition des entreprises en croissance étaient l'accès à un crédit, des levées de fonds auprès de structures de capital-risque et de Business Angels, puis via l'IPO. Les autres sources de financement que nous avons parcouru lors de la partie théorique telles que le financement participatif et les aides fournies par l'État sont également mises à leur disposition mais ne sont pas les principaux fonds disponibles pour financer la croissance.

H2 : Les principales sources de motivation pour une IPO sont le besoin en ressources financières, l'augmentation du degré de liquidité et l'augmentation de visibilité auprès de potentiels clients/partenaires suite à l'entrée en Bourse.

Comme étudié dans le théorie ce sont les motifs de décision principaux qui vont influencer les dirigeants à entreprendre une IPO au moment opportun.

H3 : Les principaux inconvénients observés suite à une entrée en Bourse sont les coûts engendrés, les obligations de divulgation, ainsi que la dilution des parts.

Nous essaierons de comprendre les différents inconvénients liés à la cotation d'une entreprise, et nous tenterons de comprendre si ces inconvénients peuvent parfois dissuader les acteurs des entreprises à entreprendre l'IPO.

Lors de la partie pratique nous allons tester ces hypothèses et les confronter aux informations tirées des interviews, pour les confirmer ou les infirmer. Ce sera l'occasion de répondre en partie à nos questions de recherche.

4 Résultats

Dans cette section, nous allons relever les informations les plus pertinentes des interviews. Nous avons eu l'occasion d'interviewer divers entreprises, actives principalement dans le secteur de la technologie, qui nous ont semblé appropriées pour mieux comprendre le sujet du financement des entreprises en croissance ainsi que de la décision d'entrer en Bourse. Nous avons eu la chance d'interviewer les CFO de l'entreprise Odoo, et d'UnifiedPost, entrée en Bourse en septembre 2020. Nous avons également eu l'occasion de questionner un entrepreneur ayant fait le choix de vendre son entreprise à Easi qui nous aura aussi répondu à quelques questions concernant la situation d'Easi puisque c'est la société acquéreuse de son entreprise. Nous avons également interrogé une employée de Sophia Genetics.

4.1 Moyens de financement utilisés par les entreprises en croissance

Cette partie se consacre à résumer les différents moyens de financement que les entreprises que nous avons interrogées ont utilisé pour se financer. Le tableau qui suit, a été réalisé à partir des informations relevées des interviews, et servira dans le but de mieux visualiser les moyens de financement utilisés au fil du développement de leurs activités.

Entreprises	Phase de lancement	Phase de croissance	IPO	Après IPO
UnifiedPost	Love Money (Friends-Family) et fonds propres.	Business Angels. Private Equity. Convertible Bonds.	Levée de 175 millions d'euros en 2020.	Debt Fund de 100 million.
Sophia Genetics	Fonds propres et aides gouvernementales.	6 séries de financement (Série A-B-C-D-E-F) auprès de Business Angels et majoritairement de structures de capital-risque.	Levée de 234 millions de dollars au Nasdaq en 2021.	/
Odoo	Fonds propres.	2 levées de fonds auprès de structures de capital-risque.	/	/
Easi	Fonds propres.	Auto-financement principalement.	/	/
PIT Business	Fonds propres.	Vente de l'entreprise.	/	/

Figure 5 : Moyens de financement utilisés par les entreprises interviewées (H. Pignon, 2023).

Comme nous pouvons l'observer sur ce tableau, la majorité des entreprises vont commencer leurs activités à l'aide de fonds propres ou de Love Money, étant des fonds apportés

par les proches du fondateur. Mais le financement des start-ups n'est pas le sujet de ce mémoire. Cependant, il est nécessaire de constater que la recherche de moyens de financement n'est pas la seule solution qui s'offre aux jeunes entrepreneurs. L'une des alternatives à ce problème de financement pourrait être de vendre sa société à une entreprise qui se chargera elle-même du financement des projets, comme nous l'a expliqué Mathieu à travers son expérience.

Ensuite, en début de croissance, les entreprises vont généralement lever de faibles fonds (comparés à ceux levés ultérieurement) auprès de Business Angels. Cela va leur permettre de pouvoir finaliser le produit dans le but de pouvoir rapidement vendre, et donc de pouvoir obtenir des revenus. C'est en tout cas ce que nous expliquent les membres de UnifiedPost (Laurent), Easi et PIT Business (Mathieu), et d'Odoo (Alessandro) que nous avons interviewés. Ensuite, Odoo, et UnifiedPost ont continué à lever une nouvelle série de fonds, à travers des structures de Private Equity pour UnifiedPost, et des organes de capital-risque pour Odoo.

Easi a, quant à lui, décidé de continuer dans l'autofinancement, dans un but voulu qui est de maintenir une croissance saine d'environ 20% par an. Par croissance saine, ils entendent de faire avancer chaque projet à son allure, en disposant des fonds générés par les revenus, sans lever de fonds spécifiques. L'autofinancement est un concept relativement important au sein du groupe Easi puisque la consultance va financer chaque projet à son rythme.

Odoo va lui aussi stopper les levés de fonds après son second round puisque l'entreprise est rentable depuis plusieurs années et les besoins en financement externes ne sont pas nécessaires.

UnifiedPost va quant à lui, continuer de lever des fonds puisqu'en 2018, l'entreprise va lever 34 millions d'euros à travers une obligation convertible dans le but développer leur business à l'échelle internationale, en développant massivement le business européen.

Easi est aujourd'hui leader en terme d'actionnariat employé. « L'actionnariat salarié se définit comme la détention de titres ou de valeurs mobilières émises par l'entreprise qui emploie les souscripteurs » (Aubert, N., Chassagnon, V. & Hollandts, X., 2016). Mathieu nous explique que « ce système se veut très intéressant parce que par ce processus, on va impliquer fortement les employés dans le développement de la société ». Il ajoute à cela que les critères pour être actionnaire sont assez strictes, dans un but de réellement inclure l'employé dans la société, et pas dans un but de spéculer sur l'action. Mais c'est important de noter que ce n'est pas une

source de financement pour Easi, puisque lorsqu'un employé achète des parts de la société, c'est le fondateur Salvatore Curaba qui cède ses actions, et par conséquent se dilue petit à petit depuis quelques années. Mais c'est probablement, selon lui, l'une des raisons qui fait qu'Easi performe aussi bien ces dernières années.

Sophia Genetics, une entreprise suisse active dans le monde pharmaceutique, a débuté en 2011 sur fonds propres, et également des aides de l'État, dans le but de financer la recherche. Ensuite, ils ont rapidement organisé différentes séries de levées de fonds (Série A-B-C-D-E-F) comptabilisant 6 rounds différents. Au début, c'était beaucoup des Business Angels qui ont investi, puis rapidement plusieurs structures de capital-risque ont investi dans le projet, comme Swisscom, Alychlo (Marc Coucke), le Crédit Suisse,... Et finalement, ils ont décidé de lever une somme considérable par le biais d'une IPO en 2021.

4.2 Motivations des dirigeants pour l'entrée en bourse

Les motivations sont nombreuses concernant une IPO. Cette partie va se concentrer sur la relève d'information venant des interviews concernant les facteurs qui vont influencer les dirigeants des entreprises que nous avons eu l'occasion d'interviewer à envisager une IPO.

La principale source de motivation pour une entreprise d'entrer en Bourse reste bien sûr le besoin en financement. UnifiedPost et Sophia Genetics ont tous deux levés respectivement 175 millions d'euros et 234 millions de dollars. Laurent, CFO d'UnifiedPost, nous explique que l'entreprise a décidé de lever cette somme d'argent dans le but d'accélérer le développement de la société à l'échelle européenne. Sofia, de chez Sophia Genetics, insiste sur le fait qu'une IPO était nécessaire, suite à 6 levées de fonds consécutives de 2012 à 2020, dans le but de continuer à financer les recherches et développements de la société pharmaceutique.

Mais le besoin financier n'est pas leur seule source de motivation d'entrer en Bourse. Pour UnifiedPost, l'entrée en Bourse était la solution la plus optimale pour continuer leur développement. En effet, en réalisant une nouvelle levée de fonds, il était probable que la propriété de l'entreprise se concentre davantage entre les mains des investisseurs privés. Par conséquent, le contrôle de la société allait lui aussi être concentré dans les mains des investisseurs privés. Le concept de neutralité est une notion très importante au sein du groupe. Étant intégré dans les banques, les logiciels de comptabilité, les CRP et les ERP, la neutralité

du groupe semble importante pour continuer les partenariats avec ces derniers. C'est pourquoi l'IPO s'avérait être la meilleure solution de financement puisque « par l'entrée en Bourse, nous obtenons des investisseurs publics et donc plus petits par rapport aux investisseurs privés ».

Pour Sophia Genetics, l'autre source de motivation concerne le développement de la notoriété de l'entreprise suite à l'entrée en Bourse. Deux choix principaux s'offraient à eux : être coté sur la Bourse de Zurich, ou sur le Nasdaq. Malgré les règles concernant la cotation sur le Nasdaq plus strictes, Sophia Genetics a décidé de se lancer sur ce marché américain dans le but d'agrandir sa notoriété puisque ce dernier est plus populaire. L'occasion pour eux était également d'augmenter leur revenu sur le territoire américain, qui ne représentait qu'à peu près 5% de leur revenu total avant leur IPO.

Les deux entreprises nous confirment que l'augmentation du degré de liquidité était un avantage suite à l'IPO. Cependant, ils insistent bien que ce n'est pas une source de motivation, puisque Sofia nous explique que lors de cette décision d'entrer en Bourse, il n'y pas que les actionnaires qui votent la décision puisque des personnes dites « neutre » sont également présentes pour prendre une décision dans le but de faire perdurer la société, et pas uniquement dans l'intérêt personnel de chaque actionnaire.

De plus, le CFO d'UnifiedPost, nous explique que le fait de rentrer en Bourse ajoute du professionnalisme au sein de l'entreprise. Ceci fait partie des contraintes liées à une IPO, mais le fait de devoir suivre des règles exigeantes force les entreprises cotées à être plus organisées. Par exemple, Laurent nous explique que le processus de budgétisation de l'entreprise s'est considérablement développé suite à l'IPO ce qui leur a permis d'être plus efficace concernant certains aspects financiers de la société. Bien que la grosse publicité suite à l'IPO n'ait pas été une motivation initiale pour les dirigeants d'UnifiedPost, elle s'est avérée être une conséquence positive attendue. Désormais, ils sont pris plus au sérieux par les parties avec lesquelles ils traitent.

Cependant, UnifiedPost nous confirme que l'entreprise n'a pas nécessairement enregistré de meilleures performances suite à l'IPO. En effet, leur notoriété auprès de la clientèle a été développée, mais les coûts relatifs à une IPO ne sont pas négligeables, et font que ce n'était pas la motivation des dirigeants d'envisager une IPO pour obtenir de meilleures performances financières. Sofia, nous explique que les performances financières de Sophia Genetics se sont

améliorées considérablement depuis leur IPO. Mais elle ne peut pas certifier que ceci est directement lié à la cotation publique de l'entreprise.

Grâce à notre interview avec Odoo, nous avons pu comprendre quels facteurs pourraient les motiver à entrer en Bourse. Alessandro nous a expliqué que l'unique raison qui pourrait motiver Odoo d'entreprendre les démarches d'une IPO serait d'offrir un degré de liquidité plus élevés aux investisseurs historiques. N'ayant pas besoin de ressources financières, le groupe Odoo n'aurait alors pas pour première motivation d'une entrée en Bourse, une levée de fonds. Il nous a en effet parlé du processus de « Direct Listing ». Par un Direct Public Offering (DPO), une entreprise peut entrer sur le marché boursier sans émettre de nouvelles actions, ce qui signifie qu'une recapitalisation de l'entreprise n'est alors pas nécessaire (S. Seth, 2022). Au lieu de ça, les actions existantes appartenant aux actionnaires sont cotés sur le marché, leur offrant ainsi la possibilité de pouvoir vendre une partie de leurs actions publiquement. Alessandro nous confie que ce serait alors « uniquement dans un but de faciliter à nos investisseurs d'avoir un certain degré de liquidité » dans le cas où la valeur de la société serait devenue tellement grande que les investisseurs ne pourraient plus trouver d'acheteurs, s'ils décident de quitter le projet. Une dilution des parts de l'entreprise suite à une IPO n'est donc pas une dissuasion d'être coté selon les dirigeants de l'entreprise d'Odoo, puisque par un DPO le groupe évite alors tout risque de perte de contrôle.

Quant à la société Easi, la question d'entrer en Bourse n'a a priori pas encore été posée. Cependant, notre intervenant d'Easi nous explique que cela pourrait être intéressant dans la mesure où cela procurerait un meilleur degré de liquidité aux actionnaires leur permettant ainsi de pouvoir vendre facilement leur part sur le marché public. D'un autre côté nous confie Mathieu, le modèle qu'Easi est en train de construire avec son actionnariat salarié serait rompu puisque l'accessibilité à l'actionnariat serait bien plus ouvert, permettant ainsi aux employés, et à toute autre personne susceptibles de devenir propriétaire partiellement de l'entreprise de pouvoir spéculer sur le cours de l'action. Ça ne rentre donc plus dans l'idéologie et les valeurs qu'Easi est en train d'instaurer.

4.3 Contraintes Post-IPO

Nos intervenants ont également souligné les inconvénients liés à la cotation en Bourse, qui ne sont en effet pas négligeables. Laurent et Sofia mentionne l'obligation de divulgation

d'informations. Le fait de devoir publier les informations relatives à l'activité de la société cotée peut être une lourde tâche. Mais malgré la hausse des coûts liés à la divulgation, Laurent rappelle que cela amène du professionnalisme dans l'entreprise. Sofia rajoute à cela la prudence avec laquelle ils doivent opérer lorsqu'ils prennent une décision qui serait susceptible d'influencer le cours de l'action puisque l'entreprise se doit de faire un communiqué de presse pour avertir le public dans le but d'éviter tout délit d'initié. Ce sont pour ces raisons qu'Odoo préfère rester une entreprise privée. Les règles imposées par le régulateur étant plutôt exigeantes, les entreprises cotées se doivent d'être le plus transparent possible. Ceci va empêcher les entreprises d'être « agressif » sur le marché, nous explique Odoo.

Nous avons également posé la question concernant la perte de contrôle ressentie lors de l'IPO. Sofia nous explique que la dilution des fondateurs de l'entreprise ne s'est pas forcément ressentie lors de l'IPO puisque Sophia Genetics avait déjà organisé six levées de fonds par le passé. La question de dilution des parts s'était alors plutôt posée lors des premières levées de fonds. Concernant UnifiedPost, étant donné que l'IPO amène principalement beaucoup de petits actionnaires, la perte de contrôle ne se ressent pas puisque ces derniers ne viennent voter qu'une seule fois par an lors de l'assemblée générale permettant ainsi de ne pas complètement modifier la façon de travailler de l'entreprise.

Cependant, Sofia nous explique que même si il n'y pas eu de grosse perte de contrôle ressentie lors de l'IPO, les risques liés à cela ont été étudiés. Trois scénarii différents ont été analysés. Premièrement, le risque le plus nuisible à l'entreprise concernée serait de faire face à un « hostile takeover » (OPA hostile). Une OPA hostile a lieu lorsqu'une « société acquéreuse tente de prendre le contrôle d'une société cible contre la volonté de la direction de cette dernière » (A. Ganti, 2023). Mais la probabilité que cela se produise dans le cas de Sophia Genetics était moindre, puisque généralement cela se passe dans d'autres types d'industrie où une entreprise rachète les parts d'une autre pour éviter que cette entreprise nuise à son activité. Ensuite, une autre situation à envisager était de considérer une agression de la part d'une structure de Private Equity qui pourrait être intéressée par l'activité dans le but de réaliser une fusion avec une autre entreprise dans laquelle ils sont majoritairement propriétaire. Et finalement, la dernière agression qui a été considérée, était que l'un des compétiteurs de l'entreprise décide de racheter les actions pour augmenter ses parts de marché. Pour éviter tous ces scénarii, la confiance auprès des investisseurs historiques doit être fondamentale puisque ces situations peuvent se présenter lorsque certains d'entre eux vendent leurs parts.

5 Interprétation des résultats et analyse

Maintenant que nous avons pu identifier toutes les informations pertinentes de nos interviews dans la partie 4, résultats, nous allons pouvoir les interpréter et les comparer aux informations que nous avons relevées lors du cadre théorique. Le but ici est de confirmer ou d'infirmer les hypothèses mises en place lors de la méthodologie, mais également de répondre à nos questions de recherche de manière concise.

5.1 Réponse à l'hypothèse 1

Nous allons ici tenter de confirmer ou d'infirmer notre première hypothèse qui est, pour rappel : *les entreprises en croissance vont avoir tendance à se financer majoritairement auprès de structures VC ou de Business Angels, ou par le biais de ventes d'actions publiques.*

A travers les questions posées lors des interviews, nous avons pu comprendre les différents moyens de financement utilisés par les entreprises en croissance. Dans un premier temps, pour financer la croissance d'une activité, les dirigeants vont faire appel à des Business Angels. L'un de nos intervenants nous a fait part de l'importance de ce choix puisque selon lui, un investisseur doit être locomotive, c'est-à-dire qu'il doit être impliqué dans le processus de développement de l'entreprise et conseiller l'entrepreneur sur les décisions à prendre, comme nous avons pu l'apprendre lors de la théorie. Nous avons pu comprendre lors de nos interviews que les entreprises organisent différentes levées de fonds et que généralement les BA sont présents lors des premières levées de fonds, mais dès que l'entreprise prend une plus grosse envergure, les montants demandés sont trop grands pour les BA mais conviennent davantage aux fonds d'investissement comme les fonds de capital risque ou de capital investissement.

Pour UnifiedPost, les BA ont conseillé les dirigeants dans leur décision concernant la gestion de l'entreprise. Laurent explique que puisque leur business était innovant, les connaissances de leurs investisseurs dans le domaine dans lequel UnifiedPost exerçait étaient limitées. Ils ont alors aidé dans l'optimisation de gestion d'entreprise, et dans l'évaluation des risques.

Ensuite, les structures de capital-risque sont les principales sources de financement pour les entreprises en croissance. Une fois la croissance bien lancée, plusieurs levées d'argent sont organisées par l'entreprise pour attirer différents fonds. Comme dit précédemment, certains Business Angels participent à ces levées, mais les principaux acteurs sont les structures de

capital-risque (VC). Nous avons observé dans la littérature que les fonds de capital-risque se concentraient principalement sur des entreprises qui sont toujours dans des stades de croissance tandis que les structures de capital-investissement sont plutôt concentrées sur des entreprises ayant terminé leur croissance et qui sont plutôt dans une phase de maturité. Seul UnifiedPost aura eu recours à 2 structures différentes de Private Equity lors de l'une de ses levées de fonds (« P-E group et un Private Equity dirigé par Michel Deloy ») en 2015, lorsqu'ils se considéraient encore comme une « petite société », ce qui ne semble pas être en concordance avec ce que nous avons vu lors de la théorie.

Cependant, les autres entreprises que nous avons interviewé ont organisé des levées de fonds ou ce ne sont que des Business Angels ou des fonds de capital risque (VC) qui ont participé. Nous ne pouvons donc pas contredire l'hypothèse que les fonds de capital-investissement se concentrent majoritairement sur des entreprises en phase de maturité sur base d'un seul cas.

En fonction de l'étape de croissance dans laquelle une entreprise se situe, elle va envisager une IPO dans le but de lever une certaine somme d'argent auprès du public. Le financement par l'entrée en Bourse est donc un moyen de financement qui peut correspondre aux besoins des entreprises en croissance.

Nous avons posé la question à chacun de nos intervenants concernant un éventuel financement participatif (crowdfunding) mais aucune d'entre elles n'y ont eu recours. Nous pouvons donc conclure que le crowdfunding n'est pas un moyen de financement utilisé par les entreprises en croissance puisque ces dernières vont avoir l'occasion de trouver d'autres structures plus efficaces pour financer leur expansion.

Concernant les aides gouvernementales, chaque entreprise a pu en bénéficier. Cependant, nos intervenants nous confirment que ce n'est jamais sous forme de fonds mis à disposition des entrepreneurs que les aides sont fournies, mais plutôt des déductions fiscales. Cependant, pour les entreprises actives dans le secteur de R&D, telle que Sophia Genetics, le Gouvernement Suisse aura donné accès à des ressources financières dans le but de payer les recherches puisque c'est un moyen pour les pays de financer la santé.

Les dirigeants confirment également que le temps passé dans les documents administratifs pour pouvoir se voir octroyer les aides était considérable. Nous avons appris que des structures

intermédiaires se chargeaient de ce travail purement administratif en échange d'une compensation. Cela semble être une alternative aux entreprises pour éviter de perdre du temps et de pouvoir se concentrer sur l'activité principale de leur entreprise.

Concernant les prêts bancaires pour se financer, les dirigeants d'entreprise n'y ont que très peu recours. En effet, nous l'avons vu dans la théorie, le financement auprès des banques coûte cher puisque les banques doivent faire face à certains risques. Ce n'est que généralement pour des investissements corporels tels que des bâtiments que les entrepreneurs font des prêts bancaires.

Nous pouvons donc confirmer notre première hypothèse puisque majoritairement les entreprises en croissance vont utiliser des Business Angels, des structures de capital-risque ou encore l'IPO pour financer leur croissance. Cependant, la plupart des entreprises que nous avons interviewé nous ont fait part de l'importance de l'autofinancement dans leur organisation.

En effet, que ce soit pour Easi, Odoo, UnifiedPost ou PIT Business, le but était d'organiser des levées de fonds pour pouvoir développer leur produit. Une fois le produit développé, l'important était de le vendre pour avoir des fonds suffisants pour continuer le développement du produit, souvent par la consultance. Easi nous explique que c'est primordial pour eux d'avoir une croissance saine c'est-à-dire que la consultance doit financer le produit mis à disposition de leurs clients. Odoo renchérit en expliquant que leurs deux levées de fonds organisées en 2011 et en 2014 leur ont suffi pour développer leur logiciel, et que désormais ils n'avaient plus besoin de financement externe puisque l'entreprise devient rentable grâce à la vente de leur logiciel, et à la consultance. L'autofinancement est donc désormais le moyen de financement le plus utilisé au sein des entreprises technologiques. C'est en fait, la seule source de financement de l'entreprise Odoo, et ce depuis plusieurs années, n'empêchant pas l'entreprise de croître d'environ 50% chaque année.

Pour conclure, notre hypothèse n'est pas fausse, mais incomplète, puisque ce sont des faits, les entreprises en croissance vont davantage se tourner vers des Business Angels, des structures de capital-risque, et vers la Bourse pour financer leur croissance mais l'autofinancement est, pour certaines d'entre elles, la source de financement principale. Nous ne pouvons pas confirmer ceci pour Sophia Genetics puisque l'entreprise est active dans le secteur pharmaceutique ce qui fait que pendant plusieurs années, aucuns revenus ne sont

généérés par le groupe car énormément de coûts sont liés à la recherche et au développement du produit.

5.2 Réponses aux hypothèses 2 et 3

Nous allons désormais tenter d'apporter des précisions concernant l'hypothèse 2 : *Les principales sources de motivation pour une IPO sont le besoin en ressources financières, l'augmentation du degré de liquidité et l'augmentation de visibilité auprès de potentiels clients/partenaires suite à l'entrée en Bourse.* L'important ici est de mettre en relation les sources de motivation pour entreprendre l'IPO que nous avons étudié lors de la rédaction du cadre théorique avec les sources de motivation réelles que nous avons relevées pendant les interviews.

En ayant résumé les informations les plus pertinentes de nos deux entreprises interrogées qui sont cotées en Bourse, nous avons pu comprendre quelles étaient leurs motivations principales pour une entrée en Bourse. Premièrement, c'est bien évidemment le besoin en ressources financières qui motivent les dirigeants. Après plusieurs levées de fonds auprès de différentes institutions, les dirigeants ont jugé judicieux d'entreprendre une IPO pour continuer de développer leur entreprise. Mais, ce n'est pas la seule source de motivation pour les dirigeants d'entreprendre l'IPO, puisque ce besoin financier pourrait être comblé avec de nouveaux rounds de financement auprès d'investisseurs privés.

De plus, pour l'entreprise Odoo, qui ne désire pas être cotée sur le marché public, le besoin en ressources financières n'est absolument pas l'une des motivations pour eux d'envisager l'IPO. Bien au contraire, étant donné que l'entreprise est rentable et qu'ils n'ont pas besoin de lever d'argent, grâce à l'autofinancement impressionnant de l'activité, la question ne se pose même pas. Cependant, si un jour, ce besoin financier venait à refaire surface, les dirigeants feraient de nouveau une levée de fonds privée pour compenser les besoins de l'entreprise, mais l'argent n'est pour eux pas une source de motivation d'entrer en Bourse.

Maintenant que nous avons la première source de motivation pour nos entreprises cotées, tentons de comprendre pourquoi elles ont décidé de lever des fonds par le biais de l'IPO, et pourquoi pas de nouveau auprès d'investisseurs privés. Dans le cas d'UnifiedPost, étant donné leur structure de capital, une nouvelle levée de fonds privée aurait provoqué la

concentration de la propriété dans les mains de certains investisseurs privés (structures de Private Equity). Tandis que via l'IPO, en vendant des petites parts de l'entreprise à des milliers d'actionnaires, cela permettait de répartir uniformément les actions et par conséquent d'éviter la concentration de la propriété pour certains investisseurs historiques. La neutralité est donc la seconde source de motivation du groupe UnifiedPost. Lorsqu'une entreprise décide de répartir ses parts entre un grand nombre d'investisseurs plutôt que de les concentrer entre quelques grandes structures de fonds d'investissement, cela a un impact significatif sur la gouvernance de l'entreprise et peut favoriser une plus grande neutralité dans la prise de décision. Cependant, il est important de noter que le mode de gouvernance et la structure d'actionariat peuvent varier d'une entreprise à l'autre, et il n'existe pas de solution unique adaptée pour toutes les situations. Les entreprises doivent trouver un équilibre qui convient à leurs besoins spécifiques tout en tenant compte des intérêts de tous les actionnaires.

C'est donc dans un sens, pour éviter une certaine perte de contrôle, que l'entreprise a envisagé une IPO, puisque c'est dans un but d'échapper à une trop grosse concentration des parts au sein d'un investisseur historique qui puisse à l'avenir avoir le monopole des décisions. Par la notion de neutralité, les dirigeants d'UnifiedPost insistent sur le fait que c'était dans un but de garder leur façon de travailler, leur culture d'entreprise, etc.

Cependant, d'autres entreprises redoutent une perte de contrôle suite à l'IPO, contrairement aux idées reçues de UnifiedPost. En effet, Sophia Genetics a mis en place, toute une série de scénarii auxquels ils devaient faire face lors de situations extrêmes suite à l'IPO. Les entreprises envisageant une entrée en Bourse se préparent toujours aux pires situations. Elles doivent réagir à de potentiels attaques de concurrents directs, ou indirects dans le but faire perdurer l'activité. Pour rappel, les risques liés à l'IPO, sont une OPA hostile, se faire racheter par un concurrent et se faire acheter par un fonds d'investissement. Concrètement, ce ne sont pas des risques qui se produisent lors d'une levée de fonds privée puisque l'entreprise peut choisir de refuser la vente d'actions suivant le profil de l'acheteur. Mais lorsque vous devenez publiques, les actions sont vendues sur le marché et une grosse structure pourrait prendre la décision d'acheter toutes les parts à un prix plus élevés que le prix du marché, motivant ainsi les actionnaires actuels de vendre leurs parts dans la société. Ceci engendrerait une perte de contrôle au sein du nouveau groupe coté, et par conséquent des prises de décision allant à l'encontre des valeurs de la société pourraient être envisagées. C'est le risque auxquels sont confrontées les entreprises décidant d'émettre de nouvelles actions sur le marché public. Ce ne sont là pas des critères de décision

d'entrer en Bourse, mais bien des risques potentiels suite à cela. La décision d'entrer en Bourse n'est donc pas nécessairement basée la dessus.

Cependant, dans le cas d'Odoo, mais aussi pour les entreprises ne souhaitant pas entrer en Bourse malgré une capitalisation très élevée, l'unique source de motivation pour une entrée en Bourse à l'avenir, serait de permettre aux investisseurs historiques d'augmenter leur degré de liquidité. Dans leur situation, une entrée en Bourse pourrait donc être questionnée, mais pas via une IPO. En effet, nous avons parlé de la DPO (Direct Public Offering) qui pour rappel, représente une cotation sur un marché public, sans émettre de nouvelles actions. Ceci permet donc aux actionnaires de récupérer une part de leur liquidité, mais dans cette situation-ci, une perte de contrôle est difficilement envisageable puisqu'aucunes nouvelles actions ne sont émises. La perte de contrôle lié à la cotation en Bourse est très faible dans cette situation-là, ce qui fait que ce n'est pas du tout la raison pour laquelle Odoo refuse d'entrer en Bourse.

C'est le cas également pour Easi, qui nous informe qu'une entrée en Bourse n'a pas encore été discutée, mais étant donné que l'entreprise enregistre de belles performances annuellement grâce notamment à son autofinancement, elle ne devrait plus avoir besoin de lever de fonds. La source de motivation donc pour Easi pour une entrée en Bourse serait donc d'augmenter le degré de liquidité de ses actionnaires. Cependant, cela ne collerait pas avec leurs valeurs actuelles et le système ancré dans leur ADN d'actionnariat salarié, mais au moment venu, la décision risque d'être compliqué lorsqu'il s'agira de prendre en compte ces deux facteurs et d'opter pour une décision de devenir public, ou pas.

Pour Sophia Genetics, comme nous avons pu le constater plus tôt, ce qui les a motivé à choisir le marché public aux investisseurs privés était d'augmenter leur visibilité sur le marché. Certaines entreprises ont alors pour motivation de l'IPO, l'augmentation de la notoriété de leur nom. Le choix du marché public semble un choix judicieux pour ces entreprises. Le marché du Nasdaq étant le plus réputé mondialement, la plupart de ces entreprises vont alors décider d'être cotées sur le marché des Etats-Unis. Dans notre cas, Sophia Genetics avait pour autre but le développement des activités de l'entreprise sur le territoire américain. De fait, l'entreprise a vu ses revenus concernant le marché des USA grimper.

Pour d'autres entreprises, la publicité suite à l'IPO n'est pas une source de motivation, mais plutôt une conséquence positive suite à l'évènement. UnifiedPost nous le confirme en

expliquant que l'obtention d'une meilleure réputation n'était pas une source de motivation mais un avantage suite à l'IPO.

Ce tableau ci-dessous permet une clarification des éléments qui viennent d'être ajoutés, et permet aussi une meilleure visualisation des critères. Nous insistons bien sur les éléments qui ont été ou qui seraient une source de motivation pour les entreprises à entrer en Bourse, et les avantages liés à l'entrée en Bourse. Cela signifie que les avantages à l'entrée en Bourse n'ont pas été ou ne seront pas des facteurs de décision mais plutôt une plus-value à la décision.

Entreprise	Sources de motivation IPO	Avantages post-IPO	Inconvénients post-IPO
Sophia Genetics	Apports financiers Visibilité	Liquidité	Contraintes administratives et financières. Risque de OPA hostile ou d'achat total ou partiel des parts de la société par un concurrent ou une structure externe.
UnifiedPost	Apports financiers Neutralité	Liquidité Professionnalisme Visibilité	Contraintes administratives et financières.
Odoo	Liquidité	Visibilité	Contraintes administratives et financières. Obligation de divulgation.
Easi	Liquidité	Visibilité	Perte des valeurs de l'entreprise. Contraintes administratives et financières.

Figure 6 : Facteurs de décision, avantages/inconvénients de l'entrée en Bourse (H. Pignon).

Pour certaines entreprises, l'obligation de divulgation d'information, et les contraintes administratives et financières liées à la cotation publique ne semble pas être des éléments dissuasifs d'une entrée en Bourse. Cependant, pour le groupe Odoo, n'ayant pas besoin de ressources financières, ni de devenir public, les dirigeants ne voient pas quelles raisons pourraient les motiver à entrer en Bourse à l'heure actuelle. Les raisons qui font qu'ils renoncent absolument à cette décision sont principalement les contraintes suite à une entrée en Bourse, ce qui leur permettrait de ne plus être autant agressif sur le marché qu'ils occupent.

En ce qui concerne l'hypothèse, nous pouvons confirmer que l'augmentation du degré de liquidité, l'obtention d'une meilleure visibilité et la levée de fonds font partie des sources de

motivation d'une entrée en Bourse. Cependant, cela varie d'une entité à une autre, puisque la levée d'argent n'est absolument pas la source de motivation pour certaines entreprises (telles que Odoo et Easi). Ou encore l'augmentation du degré de liquidité n'est pas une source de motivation pour d'autres entreprises, mais plutôt un avantage suite à l'IPO. Mais cela peut être la source de motivation unique d'un groupe par exemple (comme c'est le cas pour Odoo).

Tentons désormais de rapidement confirmer ou infirmer notre troisième hypothèse : *Les principaux inconvénients observés suite à une entrée en Bourse sont les coûts engendrés, les obligations de divulgation, ainsi que la dilution des parts.*

En effet, les coûts engendrés suite à l'IPO font partis des gros désavantages d'une cotation publique. Les entreprises cotées se doivent d'augmenter leurs ressources humaines et financières afin de se conformer aux exigences de la Bourse. Les coûts liés à ces contraintes sont considérables et peuvent devenir un facteur dissuasif d'une entrée en Bourse.

De plus, les obligations de divulgation sont comme nous avons pu le comprendre également un motif de dissuasion pour certaines entreprises qui auraient envisagé une entrée en Bourse. Cela a pour conséquence de devenir trop prudent pour éviter des délits d'initiés, et donc de devoir divulguer chaque information susceptible d'influencer le cours de l'action. Par conséquent, les entreprises seront moins agressives dans leurs activités et sur leur marché vis-à-vis de leurs concurrents, qui ne sont pas nécessairement cotés. C'est donc également un facteur qui peut être dissuasif pour certaines entreprises, et pour d'autres simplement un élément négatif suite à l'IPO mais en aucun cas un facteur de décision.

Pour terminer, la dilution des parts n'est pas un inconvénient pour une entrée en Bourse. Les entreprises refusant l'IPO pour divers raisons n'ont pas pour motif principal la perte de contrôle causée par l'IPO puisqu'une DPO est envisageable pour éviter cela. De plus, pour les entreprises qui sont devenues publiques, nous avons pu constater que ces dernières n'ont pas observé de perte de contrôle. Le fait de diviser les parts d'une société en une multitude d'actions fait que des milliers d'actionnaires différents sont désormais propriétaires. Ces derniers ne votant qu'une fois par an, n'ont pas de réels impacts sur les décisions journalières de l'entreprise cotée. Pour terminer, cette question de dilution des parts n'est pas à se poser lors de l'IPO, mais plutôt lors des premières levées de fonds. En effet, les fondateurs des entreprises ont, dans la majorité des cas, organisé plusieurs levées de fonds privées et donc par conséquent dilué leurs

parts plus tôt dans le processus. Et c'est donc à ce moment-là précis que les fondateurs se sont posé la question de perte de contrôle de leur entreprise. La dilution des parts n'est donc pas un réel inconvénient suite à l'IPO puisque cette dernière est très minime lors de ce processus, et par conséquent, notre H3 n'est que partiellement vérifiée.

5.3 Réponses aux questions de recherche

Puisque nous avons désormais pu répondre en partie à nos trois hypothèses mises en place lors de la méthodologie, nous allons enfin pouvoir répondre à nos questions de recherche. Pour rappel, nos questions de recherche sont les suivantes :

*Quels sont les différents moyens de financement qui s'offrent aux entreprises en croissance ?
Quels sont les sources de motivations pour les dirigeants d'entreprise en croissance
d'envisager une entrée en Bourse en passant vers le financement public ? Sur base de quels
critères prennent-ils leur décision ?*

Notre première hypothèse nous a permis de pouvoir répondre à cette première question de recherche, puisque nous avons pu constater les différents moyens de financement utilisés par les entreprises en croissance. En ayant parcouru plusieurs questions lors des entretiens avec nos entreprises, nous pouvons désormais confirmer certains aspects de la théorie. En effet, nous avons étudié que les entreprises en croissance allaient majoritairement chercher des investisseurs externes tels que des Business Angels ou encore des structures de capital-risque. De plus, une fois la structure de l'entreprise bien mise en place, certaines d'entre elles choisissent à un moment ou à un autre de passer en Bourse et de lever une certaine somme d'argent à travers l'émission de nouvelles actions sur le marché public. Cependant, lors de la théorie, nous n'avons pas réellement discuté de l'une des méthodes de financement les plus importantes de nos jours. En effet, les entreprises modernes, du secteur technologique, vont dans la majorité des cas chercher des fonds nécessaires au développement d'un produit ou d'un service mis en vente sur le marché, dans le but de plus tard devenir indépendant du financement externe puisque l'autofinancement génèrera des ressources financières suffisantes pour maintenir une croissance saine et optimale. Nous avons également conclu que les structures de Private Equity allaient principalement financer des entreprises matures, dont la croissance est stagnante, cependant ce n'est pas toujours observé sur le terrain puisque certaines entreprises en croissance lèvent des fonds et attirent de telles structures pour le financement de ses activités.

Par ailleurs, les sources de financement telles que les prêts bancaires, et le crowdfunding sont négligées dans le cas des entreprises en croissance. Le financement auprès des banques coûtant très chère, les entreprises en croissance ne vont se tourner vers les crédits que dans certaines situations comme pour l'achat d'un nouvel immeuble par exemple. Le crowdfunding, malgré le fait que nous avons constaté que cela pouvait être bénéfique aux entreprises en croissance, n'est en réalité pas du tout considéré auprès de ces dernières pour financer les activités.

Concernant les sources de motivation pour les dirigeants de passer en Bourse, nous avons tiré comme conclusion lors de la théorie qu'ils se basaient sur différents critères pour prendre leur décision. Certaines entreprises vont se concentrer sur certains critères et négliger d'autres alors que dans d'autres cas, ces critères négligés sont parfois l'unique source de motivation pour une éventuelle cotation publique. C'est le cas notamment pour l'aspect de la liquidité. Ce n'est parfois pas une source de motivation pour certaines d'entre elles, alors que pour d'autres c'est peut-être le seul facteur de décision pour une entrée en Bourse. Nous avons également pu amener comme nouveauté le critère de neutralité comme étant une source de motivation de l'IPO. Par ailleurs, nous avons observé que la perte de contrôle engendrée par la dilution des parts dans la société était un critère de décision majeur pour les dirigeants et les fondateurs. Cependant, ce n'est en aucun cas un facteur de décision, puisque généralement, les entreprises cotées sont déjà fortement diluées et la structure du capital fait que l'IPO n'aura pas de réels impacts sur la manière de fonctionner et les prises de décision futures dans l'entreprise. Les entreprises vont tout de même imaginer divers scénarii comme nous l'avons expliqué dans le but d'envisager l'impensable dans le cas d'un achat majeur des nouvelles actions émises. Mais généralement, les discussions préalables à l'IPO avec les investisseurs historiques font que pour les entreprises exposées à ce type de risque, ces derniers maintiennent leur position pour éviter de tels scénarii. Ça ne fait donc pas parti des critères de décision pour une entrée en Bourse. Pour certaines d'entre elles le choix du marché boursier est primordial dans le but de développer ses activités sur ce territoire par exemple. C'est notamment le cas pour notre entreprise basée en Suisse qui a décidé d'être cotée sur le marché du Nasdaq pour accroître ses revenus sur le territoire américain. Pour conclure sur cette question, les principales sources de motivation pour une entrée en Bourse peuvent varier d'une entreprise à une autre, mais sont typiquement le maintien de la neutralité au sein de l'entreprise, le besoin en ressources financières, l'augmentation du degré de liquidité, et la possibilité d'augmenter sa notoriété.

6 Conclusion

6.1 Bilan des contributions de l'étude

A travers ce mémoire, nous aurons eu l'occasion d'amener différents aspects à la théorie. En effet, premièrement, nous avons pu resituer les entreprises en croissance dans leur contexte et ensuite nous avons pu rassembler toutes les informations concernant les moyens de financement mis à disposition des entreprises en croissance. En effet, ce mémoire aura permis de rassembler tout le contenu sur le sujet des financements pour les entreprises en croissance, de comprendre quels étaient les avantages des uns et des autres. Nous avons pu amener la notion d'autofinancement, qui certes n'est pas nouvelle, mais demeure plus importante à notre époque puisque chaque entreprise tente, dans la mesure du possible, de financer ses activités par le biais de ses propres revenus tant que des besoins financiers supplémentaires ne sont pas nécessaires.

Ensuite, concernant les critères discutés entre les dirigeants pour une entrée en Bourse, nous avons pu constater que cette décision n'était pas simple, et émergeait d'une analyse approfondie pour s'assurer que cela reste dans l'optique de croissance de l'entreprise concernée. Une fois de plus, nous avons pu rassembler différents critères de décision en un même document, permettant ainsi une meilleure visualisation des facteurs de décision pour une cotation publique. Nous avons pu confirmer certains aspects de la littérature, en infirmer, mais également amener de nouveaux éléments grâce à nos interviews.

Mais plus important encore, nous avons pu comprendre que les sources de motivation divergeaient d'une situation à une autre et que pour certains cas, les motivations de l'un, n'étaient en réalité que peu importantes pour d'autres. Nous avons pu également remarquer que les inconvénients liés à la Bourse étaient considérables, et que pour certaines entreprises, la question de devenir une entreprise publique n'était pas considérée à cause de ces contraintes.

Finalement, ce mémoire suit une suite logique, en partant de la définition des entreprises en croissance, pour ensuite comprendre que l'un des challenges les plus importants de ces dernières est le financement de ses activités, et que pour ce faire, les dirigeants doivent choisir différentes méthodes de financement. Mais plus important encore lorsque les entreprises ont atteint un certain stade, le choix entre le financement privé et le financement public reste l'une des étapes clés des entreprises.

6.2 Difficultés rencontrées

Cependant, pour la réalisation de ce mémoire, nous avons traversé toute une série de difficultés, qui pour certaines auront eu un impact relativement important. Premièrement, l'objectif de départ était d'interviewer des dirigeants, ou des employés d'entreprises, actives dans le secteur pharmaceutique. Nous voulions, par-là, choisir un secteur bien précis pour ne pas avoir à subir les divergences qui émanent d'un secteur à un autre. Mais ayant obtenu un très faible taux de réponse pour une interview, nous avons dû nous retrancher sur le secteur, plus vaste, de la technologie, nous permettant ainsi d'agrandir notre réseau d'entreprises cibles.

De plus, nous avons reçu plusieurs annulations d'interviews de dernières minutes ce qui a pu compromettre légèrement le plan du mémoire. Le sujet étant relativement précis, les entreprises pouvant répondre à nos critères étant en petit nombre, chaque interview était importante pour la réalisation de ce document, et donc les annulations ont affecté l'avancement de notre étude.

6.3 Limites de l'étude

Il est important de nous rendre compte des limites de notre étude. Ayant eu un très faible taux de réponse des entreprises, nous n'avons malheureusement eu que quelques interviews, obtenant donc un petit échantillon d'entreprises pour notre analyse. En raison des contraintes de temps, de ressources mais aussi d'accès aux entreprises, il est compliqué de réaliser cette étude à grande échelle. Le faible nombre d'entretiens réalisés rend alors difficile la détection de tendances au sein de nos données. Cela affecte donc la diversité et la généralisation de nos résultats. Une recommandation pour l'avancement dans ce sujet, serait alors d'augmenter les ressources de temps et de contacts pour obtenir une plus vaste série d'interviews avec des entreprises concentrées dans un secteur très précis, comme le secteur pharmaceutique, pour ressortir des conclusions pertinentes concernant le sujet du passage en Bourse.

Enfin, c'est important de noter que nous traversons une succession de crises influençant beaucoup les décisions des entreprises, qui reste plutôt prudente par rapport à l'avenir.

Ce mémoire reste pertinent en explorant des aspects théoriques inédits et en les confrontant aux résultats des interviews. Il rassemble différents éléments pour apporter une nouvelle perspective éclairante, malgré certaines limites. Ces contributions ouvrent des pistes intéressantes pour de futures recherches dans ce domaine.

7 Bibliographie

- Frey URS (2009). « Les étapes du développement d'une entreprise », *University of St Gallen*.
- Savignac, F. (2007). « Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes: Financement interne, prêt bancaire, ou capital-risque ? ». *Revue économique*, 58, 863-889.
- Cailloux, J., Landier, A. & Plantin, G. (2014). « Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées ». *Notes du conseil d'analyse économique*, 18, 1-12.
- Lones, M. (2018). « Comment déterminer le mode de financement le plus adapté pour les start-ups en Belgique lors de la phase de lancement ? ». *Mémoire LSM*.
- Van Pottelsberghe De La Potterie, B., Megally, E. & Nysten, S. (2004). « Analyse critique des incitants fiscaux à la R&D des entreprises ». *Reflets et perspectives de la vie économique*, XLIII, 71-92.
- Romero Ruiz, S. (2022). « Les incitants fiscaux pour la R&D peuvent être améliorés, selon le Bureau du plan ». *L'Echo*. Consulté le 7 mars à 13h30.
- Schoonackers R. (Septembre 2020). « Tax incentives for R&D: Are they effective? » *Revue économique*.
- Dumont M. (2019), « Tax incentives for business R&D in Belgium: Third evaluation, Federal Planning Bureau », *Working Paper 4*.
- Vennix S. (2019), « Research and development activities in Belgium: A snapshot of past investment for the country's future », *NBB, Working Paper, July, 373*.
- Thewissen J. (2021), *Entrepreneurial Finance LLSMS2014, cours de la majeure Corporate Finance*.

Goasdoué, G. (2016). « Le recours au financement participatif par les médias d'information : levier de communication, travail en soi, idéologie marchande ». *Questions de communication*, 29,(1), 289-306.

Attuel-Mendes, L. & Soulas, C. (2018). « Le crowdfunding au secours de l'industrie des biotechnologies santé ? ». *Revue française de gestion*, 273, 135-157.

Levratto, N., Ramadan, M. & Tessier, L. (2017). « Les « business angels », révélateurs, plus que moteurs, de l'engagement des entreprises dans l'innovation ». *Revue d'économie industrielle*, 157, 103-140.

M. Solignac (2018). « Les Business Angels ». *Regards croisés sur l'économie 2008/1(n° 3)*, pages 185 à 186.

Kettani, G. & Villemeur, A. (2012). « Le capital-risque : un financement efficace de l'innovation sur le long terme ». *Revue d'économie financière*, 108, 91-104.

S. Manigart, (n.d). « Venture Capital : accélérateur de croissance », *Vlerick Business School*.

O. Witmeur & S. Manigart, (n.d). « Guide du Venture Capital en Belgique ». *Universiteit Gent & SolvayBrusselsSchool*.

Investopedia (n.d.). « Initial Public Offering – IPO ». (Consulté le 3 avril 2023)

LaFinancepourtous (mis à jour février 2022), « Introduction en bourse ». (consulté le 6 avril 2022).

J. Draho & M. Stanley (2004). « The IPO decision: Why and how companies go public », *Edward Edgard*.

B. Jacquillat (N.D.). « L'introduction en bourse ». *Presse universitaire de France*.

F. Panetta, M. Pagano & L. Zingales (1997). « Why do companies go public? », *The Journal Of Finance*.

M. Hunsaker (2017). « IPO advantages and disadvantages ». *IPOHub*. (consulté le 30 avril 2023).

Riva, F. (2012). « Production de liquidité par les marchés boursiers, valorisation des actifs et coût de financement ». *Revue d'économie financière*, 106, 37-48.

Aubert, N., Chassagnon, V. & Hollandts, X. (2016). « Actionnariat salarié, gouvernance et performance de la firme : une étude de cas économétrique portant sur un groupe français coté », *Revue d'économie industrielle*, 154, 151-176.

M. Zheng (2020). « Direct listing or IPO », *SSRN*.

S. Seth (2022). « IPO vs Direct Listing : What's the difference » (consulté le 28 juillet 2022).

A.Ganti (2023). « Hostile Takeover Explained: What It Is, How It Works, Examples » (consulté le 30 juillet 2023).

G. Balandrau, 2018. « La newsletter de la commission "Effectif" 2018-2019 du District 1700 », Rotary District 1700.

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
Louvain School of Management

Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique | www.uclouvain.be/lsm