

Annexe IV : Retranscriptions des entretiens

Entretien n°1 : Marc Shreiner

Notre interlocuteur était Monsieur Marc Shreiner, *Trade Executor* à la Banque Internationale de Luxembourg (BIL). Réalisé le 06 juin 2019 à 14h00, cet entretien a duré environ 1h15 et a eu lieu au siège de la BIL, à Luxembourg. Même si sa langue maternelle est le Luxembourgeois, nous avons pu discuter en français.

Clara François : Tout d'abord merci d'avoir accepté de m'accorder cette interview.

Marc Shreiner : Avec plaisir. Pour pouvoir répondre à vos questions j'ai été chercher quelques historiques de sociétés, voilà ce que j'ai trouvé pour Daimler

C. F. : Ok super ! Du coup, là c'est une société qui est luxembourgeoise ?

M. S. : Non non c'est Daimler, donc en fait c'est un partenaire de Mercedes hein (*C. F.* : *ok*) et en fait avec toutes ces pages-là vous voyez en fait sur vingt ans l'évolution des cotations. Ça veut dire ils sont partis sur les U.S., ils ont dé-listé de nouveau sur les US, ils ont coté de nouveau en Europe sur d'autres places etc donc...comment dire on voit bien que c'est assez souvent...si les Européens cherchent une cotation aux États-Unis c'est relié aussi à des achats de sociétés aux États-Unis.

Et du moment que...par exemple Daimler, ils avaient voulu faire en fait...dans les années 90 il y avait une certaine mondialisation hein, il y avait un boom économique, il y avait la technologie qui se développait, Apple toutes ces boîtes-là qui commençaient à... (*C. F.* : *à exploser*) oui voilà à exploser en fait. Il y avait un marché comment dire...d'IPO qui explosait littéralement. Il y avait eu aussi plein de nouvelles émissions en Europe et aux États-Unis et donc ça a fait flamber en fait, tout le monde pensait que ça allait continuer comme ça car ça avait une certaine ampleur mais effectivement ce qui s'est passé c'est que sur les US il y a eu...le phénomène a continué, par contre en Europe, ça s'est effondré.

J'ai regardé un peu sur les différentes questions que vous voudriez me poser, et effectivement comment dire euh...voilà j'ai vu cet article

C. F. : Ah c'est un des articles que j'ai analysé [Bancel, F., 2007].

M. S. : Ah ok parce que là effectivement j'ai trouvé que à ce moment parce que...comme les années 90 ça c'est... (C. F. : *oui c'est il y a longtemps*) oui c'est ça donc à un moment je me suis dit hop c'est un peu loin.

C. F. : Oui c'est ça qui est un peu compliqué, c'est que c'est déjà un phénomène qui date un petit peu donc j'essaye un peu de l'actualiser aussi, de voir si maintenant les choses ont encore changé ou...

M. S. : oui effectivement le problème pour l'instant c'est que ça change encore, énormément. On commence par le début ou... ?

C. F. : Oui, ce que je peux faire c'est peut-être juste vous remettre un peu en contexte par rapport à mon mémoire, en fait il est un peu divisé en trois parties. La première partie c'est vraiment de confronter les arguments qui ont été avancés dans la théorie avec les arguments que les personnes qui travaillent dans le domaine ont, pour voir un peu s'il n'y a pas d'autres arguments que je n'aurais pas évoqués dans ma partie théorique. Je cherche vraiment à pouvoir expliquer pourquoi est-ce que les entreprises sont revenues vers une cotation européenne alors qu'elles étaient cotées en Europe et aux États-Unis, pourquoi est-ce qu'elles ont décidé tout d'un coup de quitter le marché américain et de revenir en Europe. Après dans la deuxième partie, je remarque que maintenant ce serait peut-être de nouveau intéressant d'y aller donc je cherche à voir si cela se vérifie ou pas. Et dans la troisième partie j'aimerais déterminer s'il est possible de créer un marché européen qui permettrait de garder nos sociétés technologiques.

M. S. : Ok je vais commencer par le début

C. F. : Oui on peut reprendre les questions une par une

M. S. : Parce qu'effectivement le problème que l'on a aujourd'hui, ou même dans le temps c'était toujours...les sociétés sont toujours à la recherche de capitaux.

C. F. : Ben oui oui.

M. S. : C'est ça qui est le fil rouge hein, et effectivement dans les années 80 les gens sont devenus fous avec les actions japonaises, donc chacun qui tenait quelque chose de son entreprise voulait une cotation à Tokyo. Et une fois que le marché avait explosé, l'attrait pour le marché asiatique s'était vite calmé et donc les sociétés sont revenues en Europe.

C. F. : D'accord, donc on a déjà eu le même phénomène...

M. S. : Ah oui, c'est un phénomène qui est...ça revient tout le temps, et ça a toujours avoir avec...comme maintenant, depuis les années 90, il y a sur les US...comment dire un marché des capitaux à risque, c'est le marché qui bouge tout le monde. C'est vraiment de là que le monde bouge. Ca veut dire, même les fonds de pension, les assureurs, c'est des trucs assez grands, les fonds de pension et les institutions par exemple, aux États-Unis ils investissent beaucoup en Europe. Ce sont des gens qui investissent dans les *private equity*, ce sont des gens qui investissent en bourse et donc les bourses européennes sont dominées à plus de 50% par les Américains et les Anglo Saxons.

C. F. : Vous voulez dire actuellement quoi ?

M. S. : Actuellement oui, et ça c'est quelque chose que la plupart des gens ne pensent même pas tu vois. (*C. F. : Non c'est vrai*). Assez souvent les chutes ou les hausses des bourses sont provoquées par les américains qui vendent à un certain moment le matin en Europe et le soir aux États-Unis. Ce sont des trucs qui vont – sur 24h hein, par exemple s'il y a certains *futures* qui *tradent* tout le temps – ils vont avoir une influence sur le marché.

C. F. : D'accord, et **ce n'était pas le cas dans les années 90 alors ?**

M. S. : Dans les années 90 non, là c'était plus nuancé, plus rustique en fait (rires). A ce moment-là, la rapidité n'était pas aussi bonne vers les marchés qu'aujourd'hui. Il y avait vraiment...dans le temps il fallait téléphoner (*C. F. : Oui c'est vrai*), pour passer une vingtaine d'ordres qui devaient après être encodés par un *sales*, il va donner la feuille au *trader*, etc. Quand je travaillais et que je faisais le *trading* sur les US, indépendamment du contact qu'on avait, on avait un *sales* qui travaillait dans le bureau et lui téléphonait au mec qui était sur la bourse de New York.

C. F. : Oui c'est ça donc ça prenait du temps en fait

M. S. : Ca prenait du temps oui. Et donc la rapidité de *trading* que nous on a aujourd'hui ça n'existait pas.

C. F. : **Donc c'était nécessaire d'aller aux États-Unis pour pouvoir accéder aux investisseurs américains ?**

M. S. : Ben pas nécessairement mais le truc c'est que comme la source est là-bas, c'est beaucoup plus facile de les attirer. C'est un peu comme Fiat Chrysler, je vous ai amené aussi un truc ici, Fiat au début c'était coté en Europe et c'était tout en fait, et puis comme ils ont racheté Chrysler ils ont eu beaucoup d'investisseurs qui avaient des actions Chrysler (*C. F. : Ah oui forcément*) et donc forcément ça donne un sens que Fiat Chrysler se cote aussi. C'était aussi la raison pour laquelle Daimler allait aux États-Unis, parce qu'il avait racheté euh non Daimler et Chrysler ils avaient fusionné et la fusion a été défaire au début des années 2000. C'était en 2000 quelque chose et on le voit avec la cotation en 2004 ou en 2005, à ce moment-là Chrysler euh non Daimler a pris la décision de se désinvestir du marché américain, donc ils sont revenus...

C. F. : Parce qu'ils n'avaient plus de partenariat avec...

M. S. : puisqu'il n'y avait pas de...et il faut dire que Schremp, je pense que c'était Schremp qui était PDG de Daimler à ce moment-là hein, lui voulait en fait créer une marque d'automobile mondiale. C'était Chrysler, Mercedes et en fait Mitsubishi. Et donc tout ça a été dénoué de

nouveau après et Mercedes était forcément majoritaire, parce qu'ils ont eu des problèmes de qualité c'était assez négatif pour les Allemands, parce que quand même l'impact a été assez léger. Et donc tu vois qu'il y a des intérêts économiques importants qui poussent les Européens à aller de l'autre côté et qui...ça donne un sens de se coter sur une bourse américaine pour que les investisseurs qui ont investi dans l'ancienne société continuent à être actionnaires de la nouvelle société. Parce que imagines toi que les actionnaires américains se disent ok on me délaisse dehors parce qu'il y a une cotation à Francfort...(C. F. : *Oui oui oui c'est logique*) à ce moment-là ça n'a aucun sens. Donc ça c'est les raisons principales, donc ça veut dire récemment il a eu aussi Bayer, qui a racheté Monsanto, donc tu vois il y a toujours un attrait économique s'il y a des acquisitions ou des trucs pareils.

C. F. : D'accord.

M. S. : Maintenant effectivement, il y a eu par exemple Spotify qui est allé aussi aux États-Unis, Pour nous...c'est une société technologique mais comme les sociétés sont aujourd'hui...même européennes qui sont...comment dire il y a des investisseurs en *private equity*, il y a des investisseurs comme Goldman Sachs qui ont des fonds dédiés et qui investissent dans ces sociétés-là.

C. F. : Et il n'y a pas d'équivalent de ce style là en Europe ?

M. S. : non c'est toujours les américains, en plus peut-être tu as de temps en temps en Belgique, si on reste petit maintenant hein. Il y a la KB qui avait un petit pool, à Louvain peut être aussi, à Louvain par exemple il y avait aussi un incubateur à l'université française, qui dans le temps...on avait l'Housepi là aussi, il y en a plein qui sont sortis de là, c'était...à un certain moment ils ont sortis toutes les trois semaines une nouvelle société

C. F. : Ah oui ok je ne savais pas que c'était à ce point-là

M. S. : Si si, mais avec Lehman etc ça a tourné très négatif et...

C. F. : Oui ça a été terminé

M. S. : C'était un peu le nouveau marché à Bruxelles, il y avait un nouveau marché en Allemagne donc au début des années 2000, tu avais vraiment une impression que tu étais...dans une euphorie...comment dire...

C. F. : technologique ?

M. S. : Ben pas seulement technologique mais c'était...les gens sont devenus fous hein, c'était un peu comme avec l'immobilier et la spéculation immobilière aujourd'hui, il y a beaucoup de monde qui est un peu impliqué dedans et finalement et à ce moment-là si vraiment tout le monde spéculait à la bourse, ça peut pas tarder pour que ça coûte cher donc c'est un peu... Et donc le marché à risque s'est totalement effondré en Europe et il n'a pratiquement pas redécollé. Donc c'est juste aujourd'hui où...plein d'investisseur européens, même les petits investisseurs, ils ne sont plus revenus. Il y en a tellement qui se sont brûlés qu'ils se sont dit...qui depuis lors ont acheté je sais pas une maison ou n'importe quoi tu vois, mais ça fait de meilleures performances parfois certainement avec l'immobilier qu'avec des actions. Et donc ça effectivement c'est...en Europe les investisseurs ou comment dire les...sont beaucoup plus hésitantes à donner du capital.

C. F. : **Ok, donc c'est vraiment l'accès aux capitaux qui motive d'aller aux États-Unis, enfin en tout cas ça fait partie des raisons principales ?**

M. S. : Pour moi oui, sur le long terme oui. Il y a sûrement des sociétés qui donnent un coup de main à des petites structures, mais c'est moins... (*C. F. : mais c'est quand même pas aussi développé*) qu'aux États-Unis. Parce que là maintenant je dis...personnellement j'ai mes doutes sur Uber, ou comment dire...Airbnb, ils ont des évaluations qui sont assez importantes, si c'est le modèle du succès je ne sais pas encore mais tu vois c'est...pour l'instant il y a tellement d'argent qui a été mis là-dedans, ça « doit marcher », on espère (rires)

Donc je ne sais pas, il y a des choses ou des modèles qu'aujourd'hui il y a beaucoup de gens qui ne comprennent plus. On fait de l'argent avec des appartements qui ne nous appartiennent pas, des hôtels qui ne nous appartiennent pas, tu vois tu loues quelque chose qui...tu prends une commission mais tu vois tu...j'avais des discussions avec un copain qui

travaille sur les impôts, tu vois jusqu'ici au Luxembourg ce n'est pas imposé de louer un appartement à Airbnb par exemple.

C. F. : Ca va le devenir ?

M. S. : ben si ça le devient...ça devrait l'être vu que c'est un revenu immobilier tu vois...Mais donc...aussi longtemps que c'est petit, que ça ne dérange personne, pas de problème mais quand il y a des problèmes sociaux comme à Barcelone, où il y a plein de gens qui n'ont plus d'appartement pour vivre parce que c'est loué à Airbnb, ça crée à un certain moment des problèmes et donc à un moment on va changer les législations et donc certains modèles ne seront plus intéressants car si tu payes 30-40% d'impôt dessus...

C. F. : Oui ça ne vaut plus la peine je comprends.

M. S. : Mais le truc c'est que...donc...il y a vraiment eu dans les années nonante l'euphorie sur les bourses, mais aussi les...les actes, tout devenait de plus en plus électronique (*C. F. : Oui*) c'était très long tu vois, mais les clients ils avaient une certaine...une certaine positivité tu vois, les taux d'intérêt étaient assez haut et ça commençait à baisser, dans le même temps tu avais beaucoup plus de capital qui était toujours donné par la banque centrale américaine. Donc ça a vraiment nourri un petit peu le marché et donc ça a fait ça, c'est que les Américains sont devenus très très dominants et pour l'instant c'est toujours comme ça.

C. F. : **Du coup comment est-ce que vous justifieriez qu'il y en a quand même qui sont revenus dans les années 2010 ?**

M. S. : Ben parce que...parce que les relations économiques, la visibilité parce que comment dire...tu as eu comme Daimler par exemple, si tu fais une fusion avec quelqu'un aux États-Unis, tu en as besoin du moment que la fusion disparaît tu te retires. Par exemple Daimler est toujours coté aux États-Unis, mais ils ne sont plus en première vitrine, tu as toujours une cotation qui se fait mais n'est plus comme dans le temps où tu fais vraiment un tam-tam en disant « On est là, on en est là, on est là », aujourd'hui c'est bon il faut donner une indication (*C. F. : Oui on n'en fait plus la publicité comme avant*) mais parce qu'aujourd'hui par exemple

on dit aussi...si tu prends Daimler par exemple sur le marché allemand, elle est cotée sur 7 à 8 places différentes hein, ça veut dire qu'elle est cotée en Italie elle est cotée en Suisse elle est cotée en Angleterre tu vois (*C. F. : Oui donc beaucoup en Europe et...*) oui en Europe et tant que...il y a plein de cotations, c'est juste que si aujourd'hui tu arrives aux États-Unis toi tu as droit à faire le show pour...à New York pour...tu peux faire...la cloche là (*C. F. : oui la clochette*) oui donc c'est un marketing tu vois, c'est un truc « on est là », ça n'a pas vraiment de...

Je veux dire si tu es là pour attaquer un nouveau marché, pour avoir que les consommateurs prennent notice de toi, il faut aller à la bourse hein, c'est toujours ça hein, ça c'est le truc.

Du moment que effectivement si tu te retires ça aussi des arguments économiques, ça veut dire...les bourses sont assez chères hein pour la cotation, si tu vas sur le Nasdaq par exemple, les niveaux de renseignements, de bilan, d'informations que tu donnes au Nasdaq sont moins importants que la paperasse que tu dois remplir pour la New York Stock Exchange. La New York Stock Exchange quand tu te positionnes là-dessus, c'est pour des fonds d'investissement, des investissements des pensions, des choses assez sérieuses tu vois (*C. F. : Oui des entités plus stables*) Le Nasdaq a été créé pour donner une plateforme aux échanges avec des actions qui ne sont pas toujours rentables tu vois, des années si tu prends les émissions qui ont été...qui sont venues sur le marché dans les années 90, sur 100 il y en a peut-être 90 qui sont en faillite, et sur le Stock Exchange euh comment dire sur New York, t'en as beaucoup moins parce que là il faut déjà être assez grand pour venir là-dessus hein

C. F. : Oui en général ce sont des sociétés déjà établies entre guillemets

M. S. : Oui matures, dans un cycle économique comment dire d'une expansion assez mature tu vois. c'est des sociétés établies matures. Par contre sur le Nasdaq là tu...là-dessus comment dire...j'en passe le *pink sheet*, des choses où tu as pratiquement des valorisations à des centimes tu vois, mais là tu peux changer de siège social ou le sujet de la société en un clin d'œil, tu n'as pratiquement plus besoin de...d'envoyer un bilan.

C. F. : Les restrictions euh les régulations sont quand même...

M. S. : ...moindres oui. Dès que tu dépasses un certain seuil je dirais entre...en dessous de 1 dollar tu tombes, on te laisse tomber du Nasdaq et tu vas sur le *pink sheet* qui est un marché OTC. Mais le truc c'est que tu peux aussi aller de l'OTC de nouveau sur le Nasdaq si tu arrives à remettre cette société en route tu vois. Mais le Nasdaq c'est vraiment quelque chose où...oui où il y a des cotations mais ces cotations ce n'est pas vraiment toujours quelque chose qui est...

C. F. : Oui ça n'assure pas le succès quoi

M. S. : Oui, et donc c'est beaucoup du capital risque. Et comme c'est...c'est LA plateforme la plus visible dans le monde pour les sociétés, tellement à ce moment-là. Aujourd'hui il y a plein de sociétés chinoises qui viennent là (*C. F. : Aussi sur le Nasdaq ?*) oui sur le Nasdaq, par exemple Baidu, Alibaba et donc ça c'est maintenant les grandes de nouveau hein. Ceux-là pourraient aussi aller peut-être sur New York tu vois, mais comme ils sont...au début ils étaient plus petits tu vois, à ce moment-là ils sont venus sur Nasdaq, peut-être aussi à cause des réglementations, mais ça je ne connais pas tous les...détails (*C. F. : non non mais c'est quand même probable*) oui c'est assez probable que c'est comme ça.

Et donc il y a...comme je dis en fait parfois c'est la mode qui pousse les gens pour aller dans une certaine direction, et si comme les Européens après...à partir de 2008 les marchés ont perdu beaucoup de liquidité donc...si tu ne trouves plus le capital à risque très facilement ou je sais pas quoi les investisseurs ne t'aiment plus (rires) ben je retourne de nouveau en Europe, je me cache quelque part en Europe.

C. F. : Oui donc ça pourrait être aussi lié à la crise qu'il y a eu en 2008 en fait

M. S. : Sûrement oui, parce qu'il faut dire que...comment dire même les banques ont dû fermer tous les robinets, et il y a plein de choses plein de sociétés pour qui c'était un grand *cash flow*. Si quelqu'un arrête de les sponsoriser tu vois...

C. F. : Oui puisque les coûts sont importants si on n'a plus d'accès aux capitaux c'est sûr...

M. S. : Oui effectivement, il faut toujours juger si c'est rentable de rester quelque part avec dans la première fenêtre, il faut toujours rester quelque part mais peut-être pas avec une si grande exposition.

Mais un sujet qui est aussi assez important c'est ce que nous on constate depuis un certain moment c'est qu'il y a une prolifération de nouvelles plateformes, qui sont à côté de la bourse, et où les bourses n'ont rien à faire.

C. F. : Ici en Europe ?

M. S. : oui, c'est-à-dire que tu as...Par exemple j'ai imprimé une pages aussi de Daimler, tu as en fait tous les marchés allemands, c'est toutes les bourses sur l'Allemagne que tu as, c'est-à-dire que ici c'est Xetra donc c'est la plateforme électronique, et puis tu as Stuttgart Francfort Hambourg Munich Dusseldorf, Berlin, encore je sais pas qui et en dessous tu as plein de plateformes qui sont en fait...qui ont été...qui émergent depuis...presque 10 ans, où les banques soit c'est une banque soit c'est plusieurs banques qui se sont mises ensemble et qui font le *trading* entre eux. Ca veut dire tu as une plateforme comme Xetra, qui donne des prix, donc le *bid and ask*, les prix qui sont cotés là-dessus doivent toujours être dans la fourchette des bourses principales, c'est-à-dire que si tu vends, tu ne peux pas vendre à 48...en dessous et quand tu achètes tu n'es jamais au-dessus du prix. Et pour les banques qui sont dans le *pool*, il n'y a pas de frais de transaction.

Et donc ça c'est un grand challenge pour les banques, euh non pour les bourses. Ca c'est quelque chose que dans les *futures* on constate que le volume sur les bourses classiques est en nette diminution par rapport aux plateformes qui se sont installées. Et maintenant c'est vraiment des trucs où tu...que par la loi ils ont tous le statut de...ça s'appelle MTF donc ce sont soi-disant des bourses officielles. Et donc tu vois il y a...dans le temps tu avais une bourse italienne en Italie, tu avais un marché à Paris, aujourd'hui tu as au-dessus de ça...

C. F. : oui toutes les petites plateformes...ok. **Du coup par rapport aux multi-cotations vous venez de dire que le volume est transféré vers ces plus petites plateformes là ?**

M. S. : Elles ne sont pas nécessairement plus petits hein, en masse ils sont plus grands que la bourse il y a plus de volume qui traite sur ça que sur les bourses. Par contre...

C. F. : Et ça, ça ne s'est pas du tout développé aux États-Unis ? Il y en a aussi non ?

M. S. : Si, ça se fait aussi aux États-Unis parce que les plateformes qui existent en Europe tu vois c'est tellement ...gros tu vois il y a eu dans les années...après 2000 parce que les bourses n'arrivaient pas toujours à donner de la liquidité sur le marché, il y avait...les coûts étaient trop élevés, les coûts de transaction, et alors il y a Goldman Sachs, Morgan Stanley, les gros...Crédit Suisse, donc les grandes maisons de *brokers* sont mis ensemble et donc il y a eu des menaces, en disant que s'ils n'arrivaient pas à donner une certaine liquidité...parce que tous les produits structurés, tu vois les actions qui sont en circulation, il y en a qui sont...les fonds les ont, mais le fond n'a pas besoin d'avoir un million d'actions L'Oréal tu vois tous les jours, pas besoin, donc ce qu'il peut faire c'est les louer et donc il fait des locations donc il reçoit un certain taux d'intérêt sur les locations et donc c'est toujours les actions des fonds mais il peut les louer, il peut les donner pour liquéfier le marché qui sans cette position-là serait beaucoup moins liquide. Et donc il y a des gens qui *shortent* le marché, il y a des gens qui veulent aller long, mais il faut avoir une liquidité et pouvoir livrer voir les titres. Et donc c'est le truc où ils ont créé beaucoup plus de liquidité

C. F. : Autant en Europe qu'aux États-Unis du coup ?

M. S. : Oui cette technique se fait partout. Ca veut dire sur un marché il faut se déclarer *short*, sur l'autre long mais en général le *equity lending* ça se fait partout pour rendre le marché plus liquide et donc c'est aussi une raison pour qu'on ait ces plateformes-là (*C. F. : Mmm d'accord*) parce que par exemple ça arrive que nous on arrive à avoir des problèmes pour traiter une action sur les bourses, alors il faut dire allez on va sur le MTF sur le...sur une Black Box qui...tu ne sais pas qui te vend le titre mais c'est un...nous on ne sait pas parce qu'on travaille aussi via un *broker*, mais effectivement tu liquides avec la plateforme

C. F. : Oui c'est une alternative qui marche quoi. **Du coup est-ce que la multi-cotation augmente la liquidité ou ça n'a pas vraiment d'impact ?**

M. S. : Ca augmente la liquidité, parce que ici par exemple comme avec ça oui, avec les MTF oui. Par contre sur la bourse ça n'augmente pas, ça non. Comme les bourses se demandent toujours...là aujourd'hui les commissions des *brokers* sont tellement basses qu'ils doivent vraiment travailler au meilleur prix. Et comme avec MIFID ça change aussi, ça fait que effectivement la bourse ne peut pas toujours donner le meilleur prix alors il faut passer par ça. Donc c'est parfois...c'est assez technique hein c'est très très très technique

C. F. : Oui oui mais j'ai compris en tout cas, c'est déjà ça (rires)

M. S. : Oui mais je voulais juste dire que tu vois il y a plein de choses qui sont encore en évolution et il y a beaucoup de raisons de faire attention, pour garder le revenu.

C. F. : Oui c'est ça. En fait je vous demande ça parce que dans les articles que j'ai lu les auteurs ne sont pas vraiment d'accord à propos de l'impact sur la liquidité, certains disent qu'elle ne reste de toute façon que sur une seule des deux places de marché...

M. S. : C'est le truc qui pour moi serait l'élément le plus important pour moi pour aller aux États-Unis. En Chine tu vois comme Alibaba, eux ils ont peut-être le cash en Chine, assez de cash. Mais chez eux c'est aussi le truc de se faire visible et de se faire une marque mondiale. (C. F. : *Oui*). Oui Alibaba c'est venu à la bourse et c'est dans un certain nombre de journaux internationaux donc tu vois même en Europe on sait maintenant que Alibaba il traite aux États-Unis. Donc il y a des raisons...il y a des raisons commerciales et aussi financières et du moment que tu te dis ok effectivement on n'est pas connus dans le monde, on a un produit, parce qu'il y a plein de produits je dis maintenant des produits qui sont des *chips*, tu vois. Ça n'intéresse personne mais depuis Intel on sait que Intel fait des *chips*. Ou alors ce sont des choses que tu vois, tu achètes un téléphone tu n'as pas besoin de savoir quelle *chip* est dedans. Et aujourd'hui ces marques ont fait qu'ils sont cotés à la bourse. Et tu sais dans un iPhone il y a un AMD ou un Intel. C'est très technique et donc c'est à cause de ça. Mais il y a plein de choses, tu vois les cartes Nvidia pour lire des vidéos et des supports haut débit.

C. F. : Avant on ne s'intéressait pas...

M. S. : Avant quand tu t'achetais un PC et que tu disais ok j'ai besoin d'une carte graphique spéciale, là tu sais que le gars c'est vraiment quelqu'un qui s'intéresse à ça. Moi je n'y connais rien c'est ma fille qui est dedans. Mais tu vois d'aller à la bourse ça rend le nom beaucoup plus exposé et connu par tout le monde. A un certain moment qu'est-ce que tu fais ? Oui c'est ce truc-là qui est assez important et donc les États-Unis, c'est vraiment le truc pour entrer en contact avec 500 millions de consommateurs. Sur les 500 millions, tout le monde qui parle plus ou moins la même langue. Ici en Europe tu es en France tu es en Belgique, la télé et la bourse ils ont un peu envahi le monde, partout loin de la frontière. Le problème avec l'Europe c'est que... (j'ai mis ça sur la fin où je te disais l'avis de ce qui empêche l'EASDAQ ou l'EuroNM)...tu vois ici en Europe, on est très marbrés, il y a très peu de plateformes...il y a des plateformes qui sont sur l'Europe totale tu vois...mais ces plateformes-là travaillent un petit peu dans le noir. Il n'y a personne qui le sait et donc il n'y a pas vraiment une plateforme qui est dominante. Tu as...pour l'instant tu as trois grandes plateformes en Europe. C'est l'Euronext, c'est la Deutsche Börse, on peut compter peut-être encore en plateforme le marché anglais parce que ça a la même plateforme que le marché Suisse et l'Italie donc tu vois c'est le FOOTSIE qui gère les trois places, et tu as le Nasdaq qui est aussi en Europe. Et ça se commercialise sur le...donc le Nasdaq traite sur comment dire les cotations du Danemark, de la Suède...et la Finlande sont Nasdaq. La Norvège va être reprise par Euronext donc tu as le côté ouest de l'Europe qui est pratiquement tout Euronext. Tu as le côté allemand avec la Deutsche Börse, et qui ont racheté aussi pas mal (je ne sais pas combien) de bourses dans les pays de l'Est un peu comme ça et ils voulaient aussi fusionner avec les Anglais ce qui ne s'est pas fait. Donc tu vois l'Europe aussi longtemps que c'est tellement marbré toujours tu vois, c'est difficile à ce que tu as un marché qui devient aussi important qu'un Nasdaq.

C. F. : **Du coup ça n'est pas vraiment résolvable ? On ne sera jamais unifiés comme aux Etas-Unis ?**

M. S. : Je ne pense pas. Ça viendra peut-être dans Je ne sais pas...Si maintenant il y a l'Italie sort de l'Euro...tu sais on pensait que des choses sont impensables jusqu'au moment où les Anglais disaient d'accord on sort. Personne n'a pensé à ça donc effectivement pour moi c'est vraiment toujours le...le plus important c'est le marché que tu contactes pour y aller, ce que tu veux faire.

C. F. : Ça dépend de la stratégie de la firme.

M. S. : Oui parce que je ne vois pas d'autre marché mondial. Si tu pourrais dire OK l'Europe, tu prends 28 ou 27 pays n'importe, tu as 350,000 consommateurs ou 500,000 n'importe. Le problème c'est qu'ils parlent tous 27 langues différentes, ils ne regardent pas la même chaîne de télévision donc tu as vraiment besoin d'un réalignement exceptionnel c'est sûr. Donc chez moi c'est...le truc pour y aller si tu as une plateforme...moi je ne connaissais pas Spotify qui est rentré à la bourse à New-York, j'ai fait un abonnement tu vois. Ce sont des choses à un certain moment tu te dis ouais.

C. F. : Oui ce n'est pas que des arguments financiers au final il y a aussi des arguments un peu plus subjectifs (comme la visibilité)

M. S. : Oui Netflix, on ne connaissait pas en Europe, on parle toujours d'eux et leur résultat phénoménal. J'avais dit « oh c'est quoi ? » « Oh oui Netflix bla bla bla » tu vois ce que je veux dire, c'est vraiment un truc ou une société qui fait quelque chose finalement. Parce qu'ici en Europe on a plein de cotations. Mais c'est tout.

C. F. : **Si on voulait créer un équivalent il faudrait soit le développer dans un seul pays ou créer un réseau avec tous les pays ?**

M. S. : Oui mais là tu as à nouveau le problème avec la France et Euronext et l'Allemagne et les grands consommateurs, les grands pays ils ont des bourses différentes tu vois. Et là de faire quelque chose ensemble tu peux oublier parce qu'il y a aussi des intérêts commerciaux de la bourse des Allemands et des Français

C. F. : C'est pour ça que l'Euro NM n'a pas marché, parce que chacun a essayé de continuer à protéger ses intérêts.

M. S. : Ah oui oui, mais c'est toujours ça aussi longtemps que l'Europe reste au niveau national, ça ne se fera jamais. Et c'est là le désavantage, nous on a des ingénieurs fantastiques, on a des pays fantastiques, le problème c'est que tout le monde reste sur son petit carré comme on ne

fait pas quelque chose ensemble...parce que maintenant tu vois une société en Allemagne qui cherche des capitaux, elle cherche en Allemagne, tout le monde parle allemand, ok les Allemands parlent aussi un peu l'anglais mais la part de marché allemand tu vois...peut-être qu'il fait des choses spéciales pour les marques de voitures allemandes ou je ne sais pas quoi, donc parfois c'est très difficile de passer la frontière. Sur l'Europe je suis plus... je suis convaincu qu'on a de belles sociétés mais le problème c'est que je ne vois pas comment on puisse...(C. F. : *les soutenir suffisamment ici*). Oui. Parce que chaque pays en soi n'est pas fort assez, il n'y a pas vraiment de...ce n'est pas visible le truc mondial.

C. F. : D'accord. **Donc pour vous la multi-cotation aux États-Unis elle est toujours intéressante aujourd'hui ?** En fonction de la stratégie bien sûr mais...

M. S. : Oui oui en fonction de la stratégie. Parce que tu te rends visible à la terre entière. Par exemple, tu as une société qui...comme Daimler elle est cotée ici en Europe, en France et en Italie et en Suisse. C'est fait pour les gens qui habitent là, qui vont acheter deux trois actions, tu vois. Mais ce n'est pas toujours...ou qu'ils ont racheté un truc de là-bas mais parfois c'est...même sur le marché européen, tu as des sociétés qui ont fusionné, alors la double cotation reste un certain moment stable et puis à un certain moment si ça devient trop cher on voit que les volumes passent d'un côté sur l'autre et puis ça part de l'autre côté. Par exemple Arcelor Mittal, ça cotait à un moment au Luxembourg, à Paris, je pense aussi à Bruxelles et à Amsterdam. Par contre Mittal, ça cotait tout seul à Amsterdam dans le temps, avant hein

C. F. : Ah oui avant la fusion, ok

M. S. : Donc Arcelor Mittal, c'était l'Arbed ici au Luxembourg, et donc ça cotait vraiment au monde hein, et effectivement aussi en Espagne. Donc tu avais 3-4 marchés où ça cotait, et puis finalement elle est restée en Luxembourg pour une année ou un truc comme ça. Tu avais Bruxelles qui est parti aussi très vite, ça restait à Paris et je pense que maintenant ce n'est plus que à Amsterdam. C'est toujours la même plateforme, c'est Euronext, Luxembourg, Paris, l'Espagne. Maintenant tout est sur une seule place je pense (C. F. : *Oui il me semble, je pense*).

Et donc ce sont des choses tu vois avec le temps...(C. F. : *Ca évolue*) Oui ça évolue aussi et donc ça ne fait pas non plus de sens de payer pour Arcelor 3 ou 4 cotations...à la même bourse (C. F. : *Oui en plus*). Et aujourd'hui tu as des indices sur les *Eurostocks* donc qui sont un indice je sais pas quoi mais...

C. F. : Oui oui ok. Du coup, eux par exemple ils sont restés seulement sur les places de marché européennes et ils ne sont pas allés aux États-Unis.

M. S. : Non, mais là effectivement de nouveau s'ils rachèteraient quand même un truc assez important aux États-Unis, alors ce n'est pas exclu qu'ils vont aller là-bas pour montrer que c'est eux qui ont repris et qu'ils vont donner une certaine continuité pour les actionnaires qui avaient investi dans l'autre société. Pour pas que ceux-là ils se disent ok s'ils retirent la cotation il faudra qu'on parte en Europe, si on ferme la boutique ici et qu'ils partent en Europe, avec la cotation à New-York tu montres que tu restes quand même là tu vois et donc c'est un signe aussi que tu donnes aux actionnaires. (C. F. : *Oui c'est sûr*) et donc c'est un peu comme ça. Par exemple il y avait aussi un autre exemple là...il y aussi Lindl qui a racheté une autre société aux États-Unis ils ont aussi fait la double cotation. C'est-à-dire tu dois le faire, tu dois le faire pour les investisseurs qui sont de l'autre côté pour les garder.

C. F. : Du coup tant qu'il n'y a pas ce genre d'opérations de fusions et acquisitions, ce n'est pas nécessaire ?

M. S. : Ce n'est pas nécessaire

C. F. : Sauf si on veut augmenter la visibilité

M. S. : A moins que si tu veux vraiment augmenter la visibilité. Parce que maintenant Spotify c'est une société suédoise je pense, ils ont peut-être commencé en Suède avec un petit peu et finalement il y a vraiment plein de gens, d'Américains qui ont vu le succès et qui ont commencé à investir. Alors à ce moment-là tu te dis : où est-ce qu'on peut faire quelque chose ? La Suède c'est un marché assez petit en Europe, à part l'Angleterre, Londres, tous les marchés ont petit un problème avec...le problème c'est que tu vois si tu as vraiment des

investisseurs des Etats-Unis qui viennent et qu'à un certain moment tu te rends compte que tu as vraiment beaucoup d'argent des Américains, je suis petite ici à Francfort donc je me cote à Francfort mais il faut aller aux USA ça fait...c'est ça aussi qu'il ne faut pas négliger.

C. F. : Oui c'est ça, de toute façon on a des investisseurs américains.

M. S. : Oui oui et beaucoup. (*C. F. : Oui je comprends*). Si tu te fais...si tu t'intéresses un petit peu tu peux trouver dans les journaux des indicateurs, je pense que certains marchés on est à 50-60%. Donc c'est assez important. Si tu vois un crash, c'est assez souvent relié au fait que des Américains commencent à vendre en Europe. (*C. F. : Oui oui c'est sûr, ok*). D'un autre côté par exemple les Américains, ils prêtent aussi leurs actions en Europe pour pouvoir réagir sur les turbulences du marché aussi hein. Ça veut dire que d'un côté il y a une certaine demande des actionnaires européens d'avoir aussi une cotation en Europe, des actions Microsoft par exemple ou Apple ça cote à Francfort donc...et aussi ça répond aussi aux demandes américaines parce que là tu as un arbitrage qui se fait sur les cours de change aussi. Tu vois ce que je veux dire ? (*C. F. : Oui oui*). Comme le monde tourne toujours et que la finance essaye de tourner au maximum, tu as vraiment un besoin américain, ou européen aussi, de l'action...américaine en Europe pour pouvoir répondre aux crises ou n'importe quoi tu vois.

C. F. : Oui oui c'est aussi une manière de diversifier en fait, c'est dans ce sens-là

M. S. : Oui mais c'est parce que...les futurs sur les actions tournent 24h. Pas maintenant en Europe mais les...ils tournent 24h. Tu as toujours des mouvements, des capitaux qui tournent et donc s'il y a...je sais pas quoi quelque chose au Japon ou en Chine qui tourne mal, d'abord on réagit en Asie puis en Europe.

C. F. : Ok je comprends

M. S. : Oui. Il y a un marché par exemple en Allemagne c'est le *TecDAX*, ça c'est le segment qui est pour l'instant sur le marché allemand l'indice, comment dire la plateforme qui est utilisée aujourd'hui pour promouvoir les sociétés technologiques les *start-ups* etc. Sur le marché nordique, tu as en fait le *First North* en Suède et Danemark. C'est aussi plus ou moins un

marché comme l'EASDAQ tu vois, avec toutes des petites sociétés de faible capitalisation qui sont en train de se faire connaître.

C. F. : Et ça fonctionne bien ?

M. S. : Ça fonctionne bien, mais comme je dis ce sont des actions à faible valorisation.

C. F. : Et une fois que ça devient plus haut...

M. S. : Une fois que ça dépasse un cap je dirais \$5...(moi je dis maintenant je prends ça comme un exemple) (*C. F. : oui oui je comprends*) mais au moment qu'ils ont une certaine capitalisation ça passe par la grande plateforme. (*C. F. : D'accord.*) Aussi longtemps que ça reste sur un... un...en dessous d'un certain seuil de capitalisation ça reste en dessous. Oui, mais effectivement j'ai regardé l'EASDAQ effectivement depuis 2003 ça n'existe plus (*C. F. : ça n'existe plus non*) et effectivement on n'a pas de...et ça n'a jamais...

C. F. : Non. **Et du coup vous pensez que le marché comme celui-là le...First North, c'est comparable au Nasdaq ?**

M.S. : C'est la plateforme Nasdaq qui gère (*C. F. : Ah oui c'est ça*) Et c'est comparable au Nasdaq dans le sens que c'est vraiment des petites sociétés qui veulent se faire coter tu vois, qui cherchent des capitaux par des investisseurs, si tu es coté tu vois tu peux faire des augmentations de capital, tu peux vendre des actions à de nouveaux investisseurs, ... Et donc tu vois c'est quelque chose qui à mon avis ça aide les petites sociétés. Mais comme de nouveau le marché suédois c'est petit, le marché danois c'est encore beaucoup plus petit. Si tu vois ça ne rayonne pas assez pour...bien que tu as vraiment des belles sociétés là-dedans. (*C. F. : Oui j'imagine bien*). Mais malheureusement, un investisseur belge ça ne connaîtra pas parce que il ne sait pas que ça existe (*C. F. : Non on ne sait pas que ça existe c'est sûr*) c'est ça le problème tu vois

C. F. : Ça ne remplace pas une cotation sur le Nasdaq au niveau de la visibilité quoi

M. S. : Non non. Mais je suis convaincu que tu as quand même des sociétés qui sont... qui viennent de là et qui pourraient en quelques années venir au Nasdaq. Si tu as vraiment le bon produit avec le capital américain ...

C. F. : Donc pour vous à partir du moment où ça fonctionne, il faut aller sur le Nasdaq à un moment, en tous cas pour les technologiques

M. S. : Pour moi oui. Parce que là c'est....moi je ne sais pas comment tu veux le faire en Europe comme tu n'as pas de...

C. F. : Comme on n'est pas assez unifié tout simplement

M. S. : Premièrement là, on n'a pas une seule plateforme, on a vraiment plusieurs plateformes. Deuxièmement on a des investisseurs plutôt par pays. Quelqu'un qui est connu en Allemagne il n'est pas nécessairement connu en France. C'est un peu ça le problème. Et c'est encore différent en Angleterre, là tu as beaucoup plus de capital à risque qu'en Europe donc c'est vraiment très très difficile. Moi je ne sais pas comment on pourrait le faire. Pour moi c'est quelque chose que j'aimerais bien qu'on arrive à le faire mais je vois mal comment on puisse le faire parce que...il manque vraiment aussi des gros investisseurs de venir de ceux qui ont fait fortune dans les années nonante aux Etats-Unis, ces mecs-là ont aussi fait fortune en Europe dans les années nonante, ce n'est pas les Européens qui ont gagné. C'est vraiment déjà à ce moment-là que ces gens-là sont venus en Europe et qui ont investi un peu partout. On n'a pas participé à la création de ces fortunes-là pour qu'ils puissent investir en Europe. Maintenant ça existe, il y a sûrement des gens qui investissent ou qui ont des fonds dédiés mais qui n'ont pas la masse (*C. F. : Oui l'ampleur*) des américains. C'est comme je dis, si tu prends...pourquoi est-ce que tout le monde va dans la *Silicon Valley*...(C. F. : *Ben oui c'est aussi pour la visibilité*) pour avoir les meilleurs ingénieurs, tout le monde se bat pour le même meilleur.... Le truc c'est que c'est la place où il faut être pour faire quelque chose. Et pour moi c'est le marché de capitaux des Américains qui est incontournable.

C. F. : Pensez-vous que ça a un impact sur la valeur des sociétés quand elles vont se faire coter aux Etats-Unis ?

M. S. : Ah oui. (C. F. : *La valeur augmente ?*) Je pense oui. Les américains sont forts.

C. F. : Les articles se contredisaient un peu à ce sujet-là donc je me demandais un peu...

M. S. : Ben le truc c'est que...je pense quand même que.... Si on voit la valeur de Uber avant la sortie sur la bourse et après la vente maintenant...Si on prend des gens comme Google en fait, pareil, ça c'est...

C. F. : Je sais qu'une première cotation forcément oui ça augmente la valeur mais après je me demandais une société qui est cotée sur Euronext Paris lorsqu'elle va sur le NYSE ou le Nasdaq, est-ce que sa valeur est fortement impactée ?

M. S. : Là peut-être moins. Comme on disait tantôt si elle part de l'autre côté puisque, je dis maintenant, elle va racheter un concurrent ou un truc comme ça et que donc il faut se faire coter là-bas, à mon avis ça va...mais ça sera aussi parce que tu reprends une ancienne société. A part ça si le produit reste bon, à mon avis oui. Et puis tu as un accès plus facile aux capitaux tu vois, ce qui à mon avis pousse la valorisation. Parce que si je vois par exemple les banques européennes ils souffrent beaucoup avec MiFID par exemple, tu as les bourses européennes ils vivent beaucoup avec la Chine, maintenant Daimler n'est pas...n'a pas de cotation en Chine que je sache. Mais par l'exportation, il y a aussi une certaine valorisation qui se fait. Maintenant je ne sais pas vraiment.... Ca part plutôt du principe que comme tu as beaucoup plus d'accès sur des meilleures ressources, des capitaux...par cette biais-là on va avoir une autre valorisation. Avec un certain.... Si tu as réussi à faire un commerce exclusivement là.

Maintenant seulement la cotation elle-même je ne pense pas. Parce que maintenant...prenons Spotify par exemple, il fallait...ils ont aux États-Unis peut-être aussi un très grand revenu. A ce moment-là, elle est évaluée comme une société américaine. Par contre si tu fais du business en Europe, c'est difficile. Si on prend Alibaba, elle est comparée à Amazon, ça aide Alibaba à grandir beaucoup même au niveau valorisation de la société, comme elle pratiquement identique à Amazon. Maintenant on pourrait dire...quand tu vois les Chinois ce qu'ils achètent et ce qu'ils vendent tu vois des produits de 1, 2, 3 dollars, je ne sais pas. Mais si tu vois les chiffres par exemple quand ils font une journée *full* avec un milliard

de bénéfiques par jour, dans une journée ou un truc comme ça tu vois. Ils ont fait ça récemment sur une journée de 24h d'achats, tu dis « au secours » quoi. Si tu prends Alibaba, Amazon à mon avis tu as une évaluation des deux sociétés qui est identique. Bien que peut-être Alibaba en soi a beaucoup moins de...comment dire ils ont du potentiel en Chine mais sur 1 milliard de personnes il n'y a que 300 millions qui sont assez fortunés, qui ont le même pouvoir d'achat que nous en Europe. Donc 600 millions n'ont pas vraiment... ne communiquent pas avec Alibaba. Alibaba donc est peut-être jugé sur le futur avec de plus en plus de gens qui ont Internet, avec la croissance, ...

C. F. : Oui et puis certainement sur leur développement en Europe

M. S. : Oui oui, en même temps aussi c'est difficile à répondre comme ça ou comme ça.

C. F. : Oui c'est ça

M. S. : Mais si tu trouves des sociétés...bah comme Spotify tu peux voir ce qu'il en est Europe, si tu m'avais envoyé la question plus tôt j'aurais pu regarder...

C. F. : Ah oui c'est vrai. Je pensais que comme on a parlé de la liquidité et de l'accès aux capitaux, je me dis « tiens la valeur » ? Mais je comprends ce que vous voulez dire c'est déjà clair

M. S. : Ici tu as aussi Uber par exemple il y a très peu de gens qui connaissent tu vois. Tu vois ici la multitude de cotations qu'il y a aux États-Unis [sur base du cas qu'il m'a imprimé]. Je ne pense pas que tu savais ça hein ?

C. F. : Non pas du tout

M. S. : La plupart des gens pensent que tu as juste la première ligne...(C. F. : *oui c'est ça*)... mais il y en a pas mal qui sont aussi des MTF. Il y a des cotations qui se font à Chicago, c'est pour les options. Ça rentre tout dans le truc de Bloomberg en fait. Ça veut dire que tu as vraiment, moi je voulais juste te montrer qu'il n'y a vraiment pas qu'une cotation.

C. F. : Non c'est impressionnant

M. S. : Comme sur l'Europe, tu as vraiment une masse donc...assez souvent on dit New-York comment ça se fait ? Bien qu'on dit de New York que par exemple c'est LA cotation mais en fait il y en a beaucoup plus d'autres. Effectivement on a parfois la discussion avec des clients, alors ils nous téléphonent « j'ai vu un prix à l'ouverture qui n'est pas le mien, comment ça se fait ? », même les professionnels hein ils téléphonent et je dis « oui mais vous regardez le générique », le générique qui n'est pas vraiment le prix de New-York

C. F. : Oui c'est ça. Je pense qu'on a déjà couvert pas mal des questions

M. S. : Sur le dernier point je suis vraiment...je n'aurai pas de réponse

C. F. : Par rapport à l'EASDAQ et l'EURO NM ?

M. S. : Oui l'EASDAQ j'ai mis plus ou moins...donc sur l'EASDAQ et l'Euro NM, c'est effectivement le problème avec les différents groupes de bourse (*C. F. : oui c'est ça...oui*), ça c'est...

C. F. : Donc aucune des 2 structures au final n'est vraiment...

M. S. : À moins que... (*C. F. : c'est trop compliqué à gérer...*) le Nasdaq euh comment dire le...je dis maintenant Euronext rachète... je dis maintenant...la Deutsche Börse ou le Nasdaq ou n'importe comment, tu vois... autrement (*C. F. : oui c'est ça mais c'est pas...*) si tu fais un truc et...comme tu n'as pas vraiment euh...seulement la bourse, la bourse c'est le point où tu propages l'information à toute l'Europe...le problème c'est aussi effectivement le...pour les capitaux à risque euh sur tous les marchés euh sur LE marché

C. F. : **Du coup la première étape serait quand même d'essayer d'unifier un peu tous les marchés européens?**

M. S. : Oui mais...

C. F. : Mais on n'aurait quand même pas les investisseurs nécessaires ok

M. S. : non parce que...faut toujours que...quelqu'un qui est en Italie euh...qu'est ce qui sait de l'information (*C. F. : oui oui non*) qui sort à Bruxelles tu vois c'est le problème ça (*C. F. : oui*) et d'autre part tu as les plateformes qui travaillent au noir, qui travaillent sur toute l'Europe donc en quelque sorte (*C. F. : oui*) tu as déjà (*C. F. : on a déjà une...*) des structures en cachette qui couvrent toute l'Europe sur une plateforme hein

C. F. : Ca je ne savais pas du tout

M. S. : Bon je rentre une fois au bureau, j'ai ... j'avais oublié d'imprimer la dernière feuille euh...j'ai une plateforme dessus qui travaille peut-être sur 9 à 10 marchés (*C. d'accord*) ou 10,12 marchés, tu vois vraiment...et donc la plateforme est bien Nasdaq, Euronext mais c'est une seule plateforme qui englobe tout le marché

C. F. : D'accord ok

M. S. : tu vois, ça veut dire même le BATS, le CHIX...ça *trade* sur tous les marchés et...ça ne se lie pas à la bourse X ou à la bourse Y (*C. F. : hum oui oui je comprends*) hein mais le problème c'est...ce sont des plateformes de *trading* ce n'est pas des plateformes de...visibles tu vois c'est quelque chose de...si tu as un prix à la télé c'est toujours à Bruxelles on a raconté ça, à Francfort on a enregistré ça...on n'a pas...on ne dira jamais sur la plateforme européenne (*C. F. : non*) bien que c'est une plateforme, il y a des plateformes

C. F. : Elle existe mais on ne l'utilise pas...pas vraiment en fait

M. S. : oui c'est comme je disais c'est des plateformes qui sont faites par des grandes banques, des plateformes de *trading* quoi (*C. F. : oui c'est ça*) ça veut dire...ça se peut que c'est des fonds d'investissement, des fonds de pension qui donnent la liquidité à ces gens tu vois, le volume en fait (*C. F. : oui c'est ça*), eux ils gardent, ils sont toujours propriétaires mais ils font du *equity lending* pour qu'il y ait un échange commercial qui puisse se faire.

C. F. : D'accord ok. Et ce genre de plateforme là elle n'existe que pour l'Europe, et une autre pour les États-Unis, il n'y en a pas une qui couvre à la fois l'Europe et les États-Unis ?

M. S. : Mmm non je ne pense pas, euh je ne sais même pas

C. F. : Probablement pas

M. S. : [sur les feuilles qu'il m'a données] Ici par exemple tu vois, il y a combien de bourses où c'était coté tu vois, c'était à Francfort, c'était au Mexique, sur le Nasdaq enfin tu vois c'est que vraiment...Toronto tu vois il y a eu vraiment...on a vraiment coté un peu partout.

C. F. : Oui et puis ils se sont décotés en 2003

M. S. : Oui, c'est pour ça c'est...et là tu vois c'est en fait Daimler, de 2019 à...il y a toutes les cotations et tous les dé-listings de ce qu'ils ont fait. Je trouve ça quand même assez impressionnant, tu vois (*C. F. : Oui oui c'est...*) elle ne cote que à 2-3 places mais... (*C. F. : oui je ne me rendais pas compte que ça pouvait être aussi actif*) (rires) Non mais ici tu as AQUIS ici, si tu vas sur Internet *AQUIS Exchange*, ça traite en France et un peu partout (*C. F. : Ok super je regarderai*), c'est-à-dire on peut *trader* toutes les actions, et donc ça c'est un des trucs qui...que moi je vois comme plateforme européenne. Ici tu as le BATS, ça se peut qu'il y ait un BATS US et un BATS Europe, mais je ne sais pas si c'est séparé ou pas

C. F. : D'accord ça va bah ça je regarderai

M. S. : Et tu as aussi ici...ça ce sont toutes des plateformes (*C : Equiduct ah oui ça j'avais vu*), donc *AQUIS Exchange* tu vois, donc SIGMA aussi, donc ça en fait ça c'est des concurrents modernes des bourses

C. F. : Et ce sont tous des MTF du coup ?

M. S. : Oui. Et donc là effectivement tu...ça c'est en fait les plateformes qui sont créées par les banques, ou aussi par les bourses hein, AQUIS c'est la bourse suisse derrière.

C. F. : Ah, ah oui oui donc quand même

M. S. : Oui donc ça tu l'as lu hein ?

C. F. : Oui, en long et en large (rires)

M. S. : Effectivement j'ai pris vite celui-là parce qu'il y avait pas mal de trucs

C. F. : Oui il était super intéressant, c'est un des principaux articles que j'ai analysés.

M. S. : Ok, tu as encore d'autres questions ?

C. F. : Je pense que non c'était très complet merci.

M. S. : J'espère (rires), j'ai l'impression que j'ai parlé un peu à gauche à droite là

C. F. : Non mais c'est bien, au plus j'ai d'éléments au plus je vais pouvoir être complète donc c'est bien.

M. S. : Si tu as encore besoin d'informations tu n'hésites pas hein, j'ai Bloomberg je peux te tirer pas mal de choses.

C. F. : D'accord c'est super gentil, merci beaucoup d'avoir pu m'accorder du temps.

Entretien n°2 : Benoît van den Hove

Notre interlocuteur était Monsieur Benoît van den Hove, *Head of Listing* d'Euronext Bruxelles depuis juillet 2018. Réalisé le 07 juin 2019 à 9h30, cet entretien a duré environ 40 minutes et a eu lieu par téléphone.

Clara François : Bonjour, merci d'avoir accepté de m'accorder cette interview. Ce que je vous propose c'est de commencer par vous résumer l'objet de ma recherche et ensuite on pourra passer aux questions.

Benoît van den Hove : Ok parfait allez-y.

C. F. : Donc en fait mon mémoire il est divisé en trois parties. La première partie c'est essayer d'expliquer pourquoi est-ce que pas mal de sociétés sont revenues vers leur cotation sur Euronext alors qu'elles étaient multi-cotées aux États-Unis. Du coup en fait à ce sujet j'aimerais bien confronter les arguments que j'ai trouvé dans la littérature avec l'avis des praticiens, c'est une des raisons pour lesquelles je vous appelle. Ensuite la deuxième partie sert à déterminer si c'est encore intéressant malgré tout d'être coté à la fois sur Euronext ou sur une autre place européenne et sur une place américaine en même temps, et si ça s'applique encore à toutes les sociétés ou pas. Et puis la troisième partie, c'est si c'est encore intéressant d'aller aux États-Unis, est-ce que ce serait possible de faire en sorte qu'elles ne restent qu'en Europe justement.

B. vdH : Ouais ok.

C. F. : Voilà les trois choses en gros que j'analyse dans le mémoire.

B. vdH : Très bien. Intéressant. C'est qui votre promoteur ?

C. F. : Oui c'est intéressant. C'est Robert Peirce.

B. vdH : Ok ok, dites-moi comment est-ce que je peux vous aider ?

C. F. : Du coup j'ai préparé une série de questions pour guider l'entretien, si jamais il y a une question qui vous déplaît ou à laquelle vous n'avez pas envie de répondre n'hésitez pas à le dire.

B. vdH : Non non non je répondrai avec plaisir à vos questions.

C. F. : Du coup, la première question c'est par rapport aux retours qui ont été observés vers 2010, **est-ce que vous avez des idées de pourquoi tout d'un coup les entreprises sont revenues vers leur cotation domestique sur Euronext alors qu'elles étaient multi-cotées aux États-Unis ?**

B. vdH : Pour être tout à fait honnête bon moi je suis depuis un an dans la profession donc j'ai pas vraiment une vue complète et historique sur ces mutations, quand on a pris rendez-vous vous m'aviez cité un certain nombre d'exemples qui sont relativement connus mais le raisonnement derrière leur retour, leur rapatriement vers l'Europe ne m'était pas tout à fait clair. Alors ce qu'on peut de toute façon poser de façon générale, c'est qu'être coté à New-York (sur le NYSE ou sur le NASDAQ) ça entraîne des obligations considérables supplémentaires d'une part, et d'autre part des coûts qui sont eux aussi considérables, mais également des coûts que ce soit pour mettre en place des procédures pour être en conformité avec la réglementation SOX donc Sarbanes-Oxley des histoires pareilles donc ça ce sont des...je veux dire des éléments qui sont importants du point de vue des sociétés qui peuvent se retrouver dans une situation où elles doivent réduire les coûts donc c'est une des choses auxquelles elles regarderont, en particulier au regard de l'avantage que représente la double cotation quoi.

C. F. : Oui oui je comprends.

B. vdH : Ce qu'il faut dire aussi c'est qu'il y a certaines boîtes...alors pas du secteur des technologies mais plutôt des sciences de la vie, il y a des boîtes qui sont double-cotées Bruxelles/New-York et ça implique de la part du management Belge d'être très régulièrement aux États-Unis pour être en contact avec les investisseurs existants et les investisseurs potentiels pour vanter les mérites de la société.

C. F. : Ah d'accord, c'est nécessaire qu'ils se rendent là-bas en fait ?

B. vdH : Bah oui en fait, quelque part les...alors je vais un point de vue peut-être un peu plus philosophique mais...je prends un pas en arrière mais finalement les actionnaires c'est un peu les clients de la société, ce sont les clients qui attendent un rendement de leur investissement,

ils ont investi beaucoup d'argent dans cette société donc ils attendent une croissance du cours, ils attendent un dividende, ils attendent un retour sur l'investissement qu'ils ont fait. Donc à ce titre les sociétés partent très régulièrement en *roadshows* (C. F. : *Ah oui ok*) Pour être en contact avec des investisseurs et leur donner un *update* sur la société pour d'une certaine façon aussi les motiver à rester à bord mais pour également rencontrer d'autres euh...d'autres investisseurs qui ne sont pas encore actifs dans le cours de la société ou dans l'action de la société, pour le jour où les premiers souhaitent vendre bah qu'il y ait des acheteurs qui soient là (C. F. : *Oui forcément, ok*) sinon bah un le cours se casse la figure, et deux le jour où la société aura besoin de lever des fonds additionnels, et que ces fonds sont euh...comment dire...supérieurs à la capacité qu'ont les investisseurs actuels à contribuer à ce financement bah qu'on puisse trouver d'autres...d'autres investisseurs qui eux seront prêts à financer l'essor de la société.

Donc ça ces *roadshows* sont très importants et donc le fait d'être double-coté bah vous avez une visibilité qui est accrue aux États-Unis, maintenant je pense que je vous l'avais dit aussi si on regarde sur le Bel 20, (C. F. : *Oui*) je regarde toutes les sociétés qui sont sur le Bel 20 bon il y en a certaines qui sont double-cotées je pense qu'il y a notamment ING, il y a Galápagos ArgenX, j'ai que ces trois-là en tête...euh AB Inbev, donc ces 4-5 sociétés là il y en a peut-être encore l'une ou l'autre mais ces sociétés là il y a 46% de leur capital qui vient de l'actionnariat qui vient de fonds d'investissement américains (C. F. : *Ah oui c'est énorme*). Et en fait tu prends le Bel 20 et alors on pourrait dire que c'est biaisé à cause des sociétés qui ont une double cotation à New York, mais ce sont des pourcentages qui sont tout à fait d'application sur...si je regarde les moyennes, tous les...toutes les sociétés qui sont cotées à Bruxelles on est dans ces eaux là en fait, on est à 40-50% des actionnaires qui viennent des États-Unis. Qu'est-ce que ça veut dire ? Ca veut dire que en fait tout en étant cotées simplement à Bruxelles ou à Paris, vous avez déjà accès à des investisseurs américains. Il n'y a pas de...comment dire il y a des structures juridiques pour accéder à ces investisseurs américains.

Ceci étant dit, et ça je ne voudrais pas le nier parce que nous quelque part on se rend bien compte que certaines sociétés en particulier du secteur des sciences de la vie, à un moment donné quand elles font leur *next step* hein, et là je pense notamment aux deux que j'ai citées donc Galapagos et ArgenX (C. F. : *Oui*). Elles vont devoir faire la demande d'une double

cotation aux États-Unis. (C. F. : *Ok*) parce que des investisseurs enfin le marché américain ben forcément il est beaucoup plus intégré que le marché européen. Malgré tous les efforts de la Commission Européenne, il reste un marché fragmenté (C. F. : *Oui forcément*) on travaille beaucoup à la *Capital Market Union* mais bon voilà ça reste quelque chose de compliqué. Et puis aux États-Unis, les États-Unis gardent d'une certaine façon une attractivité très forte pour tout ce qui est les technologies, les sciences de la vie et toutes les sociétés du monde entier viennent se coter ou ont le désir quelque part de se faire coter aux États-Unis.

Mais il ne faut pas se tromper sur cette cotation aux États-Unis, au départ une cotation aux États-Unis ça implique pas mal d'obligations supplémentaires et ça implique pas mal de coûts supplémentaires, quand vous êtes une petite société qui au moment de votre cotation devez 50 millions d'euros mais vous n'avez pas encore un chiffre d'affaires qui est suffisant, un résultat qui est suffisant pour pouvoir payer je vais dire toutes ces obligations supplémentaires qui sont liées à ça, c'est peut-être une mauvaise décision de faire directement le pas vers les États-Unis. Donc ce qu'on voit et quels sont vraiment les succès des cotations aux États-Unis, ce sont les sociétés qui vont sur une plateforme domestique (C. F. : *Oui ok*) comme Euronext à Bruxelles, qui continuent à croître pendant quelques années tout en étant cotées sur Bruxelles, et puis qui un moment donné quand ils ont besoin de lever beaucoup et rapidement, ils se rendent compte que voilà les poches présentes à Bruxelles...enfin en Europe pardon... et les poches qu'ils vont pouvoir solliciter euh...(C. F. : *aux États-Unis*) Être juste cotées à Bruxelles ou en Europe cela devient insuffisant et alors ils vont demander une double cotation. C'est leur double cotation américaine qui a permis à ArgenX et Galapagos de lever 250-300 millions en quelques heures. La réalité c'est quand même aussi qu'il y a certains investisseurs qui disent « moi je veux une cotation sur le Nasdaq et je veux une valeur de l'action en dollar et pas en Euro ».

C. F. : Ah oui c'est ça, je me souviens que vous m'aviez parlé de ça la dernière fois.

B. vdH : Ouais, et donc ça c'est une réalité aussi et donc quand je dis près de la moitié des investisseurs Bel 20 sont basés aux États-Unis, c'est vrai c'est tout à fait correct c'est strictement factuel mais il y aura toujours des investisseurs qui ne sont pas...

C. F. : ...pas prêt à investir si on n'est pas aux États-Unis

B. vdH : Ouais, ils ne prennent pas une société n'ayant qu'une cotation à Bruxelles ou à Paris quoi donc pour certains investisseurs la double cotation devient importante et c'est vrai que quand on regarde l'an passé Galapagos et ArgenX qui ont chacun levé 250-300 millions de dollars en quelques heures ben ça ce sont des choses qui sont évidemment beaucoup plus faciles aux États-Unis que...

C. F. : D'accord oui

B. vdH : Parce que voilà le marché [européen] est beaucoup plus fragmenté.

C. F. : Ok. **Du coup vous pensez que ça se justifie uniquement pour ce genre de sociétés dans les sciences de la vie ou la technologie mais plus vraiment pour les autres secteurs ou... ?**

B. vdH : Pffff... En tout cas ce qu'on peut...ce qu'on peut voir c'est que...C'est que les sociétés du secteur des sciences de la vie et du secteur technologique sont fort représentées aux États-Unis, c'est un secteur qui est assez puissant là-bas, alors en Europe il l'est aussi hein, on en a par exemple une société comme Adyen, je ne sais pas je suppose que vous avez regardé ça d'un peu plus près (*C. F.* : *Oui*) mais c'est une société du secteur technologique, une fintech néerlandaise qui travaille avec Uber, Ebay, voilà tout ça, donc qui est vraiment une boîte je vais dire à la pointe, qui elle a décidé de se faire coter en Europe, à Amsterdam en particulier, dans le cadre je vais dire d'un...voilà ils se disaient « nous on n'a pas besoin d'aller sur un marché aux États-Unis » et ça a été un sacré succès. Certains diront que ça a été *priced* je vais dire un petit peu trop bon marché, quand on regarde le cours de bourse dans les jours les semaines qui ont suivi ça a explosé, mais voilà ça montre bien que des sociétés de pointe, européennes, parviennent également à se financer tout en restant sur...en Europe quoi, en ne devant pas forcément faire le pas.

Alors est-ce qu'à l'avenir des sociétés comme Adyen vont avoir besoin de traverser l'océan, je ne sais pas...je ne sais pas alors peut-être un avis purement personnel mais qu'est-ce qu'on...qu'est-ce qu'on peut constater...une société du secteur des sciences de la vie c'est une

société qui au départ brûle énormément de cash (C. F. : *Oui*). Pourquoi ? Parce qu'elle doit financer toute la recherche, toutes les phases, passer les différents seuils et tant qu'ils ne sont pas dans une phase de commercialisation pure, ils brûlent plus de cash qu'ils n'en génèrent. (C. F. : *Oui c'est normal*). Donc là il est important pour ces sociétés de faire différents tours et d'aller solliciter leurs actionnaires sur une base régulière. Une fois que la société devient plus mûre, il devient moins important il me semble de continuer à faire appel au marché pour lever des capitaux parce que...comment dire la croissance s'autofinance par le résultat généré

C. F. : Oui ok je comprends

B. vdH : et donc en fait idem pour un Adyen hein, Adyen avant de lever ces fonds en bourse, ils ont fait plusieurs rounds privés pour arriver à leur solution technologique, puis maintenant leur truc est devenu une machine à cash et...

C. F. : ...et ils font beaucoup moins appel à leurs investisseurs du coup

B. vdH : Voilà. Toute la recherche elle s'autofinance en fait, le R&D se finance avec le résultat de l'activité (C. F. : *Mmm d'accord*). Donc voilà, moi c'est ce que je dirais mais bon c'est pas non plus qu'on a des centaines d'exemples qu'on pourrait analyser donc...(C. F. : *non c'est sûr en Belgique c'est pas...*) Il y a quelques cas en Belgique aux Pays-Bas en France donc voilà je peux difficilement vous donner une règle qui vaudra pour tout parce qu'il y a quand même pas mal de cas par cas mais bon voilà ça c'est un peu le sentiment que moi j'aurais en regardant ça de ma position.

C. F. : D'accord, c'est déjà intéressant. Du coup... oui **une fois qu'elles prennent la décision d'aller se faire multi-coter, quel est l'impact sur la société ? Est-ce que ça impacte je ne sais pas la liquidité la valeur ou... Est-ce que la valorisation reste similaire à la valorisation qu'ils ont sur Euronext ?** Ou ça a quand même un impact assez fort ?

B. vdH : L'impact est difficile à...l'impact de la double cotation sera difficile à extraire. Pourquoi ? Parce que en général quand ils font ça ils font ça aussi à un moment où la société a atteint un stade de maturité et où ils vont pouvoir annoncer en général des nouvelles

positives pour soutenir le cours. Ils ne vont pas faire ça en même temps que de dire que la phase 2 a dû être interrompue parce que il y a avait un problème... (C. F. : *Non forcément oui*) donc c'est assez difficile de dissocier l'un de l'autre.

On constate néanmoins de la liquidité, je pense que j'avais regardé ça pour Celyad enfin il y a un collègue qui avait regardé ça pour Celyad, qui est une société belge multi-cotée à New York (C. F. : *Oui*) et je pense que même 80% de la liquidité est sur Bruxelles (C. F. : *Ah oui d'accord*). Ca je peux peut-être poser la question [...] là je pose la question à mon collègue, je vais voir s'il est...ah mais il est en réunion là je ne peux pas vous dire tout de suite

C. F. : D'accord ben si jamais vous pouvez me le renvoyer par email.

B. vdH : Oui voilà. Donc là de nouveau il n'y a pas de règle, il n'y a pas de règle générale en fait ça va aussi dépendre de l'histoire de la société et puis parfois aussi simplement de l'investissement que le management va faire. Une société qui envoie une semaine par mois son management aux États-Unis pour aller rencontrer des investisseurs américains aura beaucoup plus d'attractivité auprès d'investisseurs américains que si le management ne va qu'une fois par trimestre (C. F. : *Oui c'est logique*). Ça dépend si le *news flow* est excellent ou si le *news flow* est mort ou inexistant. Donc c'est difficile de...d'établir des règles communes qui vont être pour tout le monde mais ce qu'on constate pour des doubles cotations intra-Euronext – donc là je prends vraiment la vue purement Euronext – ce que je constate c'est qu'il y a des sociétés qui demandent une double cotation et ils le font de façon cohérente. Je pense par exemple à une société comme RetailEstate (donc là on sort complètement des secteurs des sciences de la vie et des technologies nouvelles), ils sont allés faire des acquisitions aux Pays-Bas, on est dans l'immobilier, ils ont fait une augmentation de capital pour financer cette acquisition, et ils ont demandé aux banques de favoriser en particulier une diversification de l'actionnariat vers les Pays-Bas (C. F. : *Ok, ah oui*) et de contacter en particulier des investisseurs institutionnels néerlandais. Et alors dans ce cadre ils demandé une double cotation aussi donc ils ont une approche assez cohérente et en faisant ça de façon cohérente oui on voit clairement un accroissement de...

C. F. : ...de la liquidité

B. vdH : Oui de la liquidité. Après l'accroissement de la liquidité il est aussi en partie dû à l'augmentation de capital, enfin voilà le problème c'est que je peux difficilement dissocier tous ces événements les uns des autres et aller regarder à la loupe ce qui se passe.

C. F. : Oui oui non je comprends bien, d'accord

B. vdH : Au contraire *Euro Commercial Properties* ils ont acheté le *Wollu Shopping Center* puis ils ont voulu une double cotation sur Euronext Bruxelles pour faire coup marketing, mais leur stratégie n'était pas cohérente et intégrée donc il n'y a pas eu d'augmentation significative de la liquidité

C. F. : D'accord je vois.

B. vdH : Ce que je constate quand même c'est que quand je regarde ça avec d'autres sociétés qui demandent une double cotation, par exemple des sociétés du secteur par exemple des sciences de la vie qui sont cotés à Paris et qui veulent maintenant se coter à Bruxelles sans qu'il y ait toujours forcément une histoire complète derrière et une histoire cohérente derrière bah je ne sais pas si l'investissement qu'ils vont faire de se double-coter à Bruxelles va apporter un ajout de liquidité, de notoriété, etc

C. F. : Ok, oui c'est différent. **Vous me parliez dans votre email des forces d'Euronext, est-ce que vous pourriez un peu les résumer ?**

B. vdH : Oui. Donc au niveau d'Euronext qu'est-ce qu'on constate euh...c'est que...faudrait que je retrouve parce que je ne connais pas ces chiffres par cœur...je devrais (rires) [...] En fait au 31 mars 2019, on avait 422 sociétés du secteur technologique cotées sur Euronext, ce qui représente une capitalisation boursière de 455 milliards, et sur ces 420 il y en a 86 qui se sont cotées les trois dernières années.

C. F. : D'accord ah oui donc c'est quand même récent

B. vdH : Oui, et ces 400 sociétés en 3 ans ont levé 25 milliards d'euros donc autant en IPO qu'en augmentation de capital. Voilà donc ce sont des chiffres qui comptent. Alors c'est vrai que chez Euronext le secteur technologique comprend pas mal de choses en ce compris le secteur des sciences de la vie.

Donc voilà ça ce sont des nomenclatures de...je vais dire de bourse hein donc c'est quelque chose qui est très comparable avec d'autres, si vous comparez avec LSE ou avec Deutsche Börse vous auriez les mêmes nomenclatures alors on a 1400 investisseurs institutionnels qui sont sur ce marché. L'essentiel de ces 420 sociétés sont cotées sur Paris, 250 environ, une partie qui sont à Amsterdam, et il y a 6% à Bruxelles, donc 25 sociétés à Bruxelles et voilà.

C. F. : D'accord ok, donc c'est quand même aussi assez développé sur Euronext.

B. vdH : Oui, oui donc dans les exemples récents on a les sociétés comme Adyen hein qui est assez connue, on a Neoen en France qui a levé près de 700 millions d'euros l'an passé, qui est dans le *fintech*, on a une société comme Xfam qui est assez connue aussi dans les sociétés de conducteur, qui est une société belge en fait enfin belge c'est une société qui est dans le giron de Melexis dont le siège est à...est en Allemagne mais le management est belge mais ils sont cotés à Paris, enfin voilà on a pas mal de sociétés de différents ordres en fait.

C. F. : D'accord ok. **Par rapport à l'EASDAQ et à l'Euro NM, pourquoi est-ce que ça n'a pas vraiment fonctionné à l'époque où elles ont été lancées ?**

B. vdH : Oui ça malheureusement je n'ai pas vraiment la vue mais je pense que l'EASDAQ c'était un peu un marché de cow-boy hein (rires) c'était un peu tout et n'importe quoi et bon voilà je veux dire à un moment donné si vous acceptez tout et n'importe quoi ben...(C. F. : *Oui ça ne peut pas marcher*) oui vous êtes *out* hein. Par contre l'Euro NM je ne sais pas, je peux pas...je ne connais pas assez

C. F. : Ok pas de soucis, par contre **est-ce que vous pensez qu'aujourd'hui ce serait possible d'avoir un marché plus global, enfin d'étendre Euronext par exemple à toute l'Europe ?**

B. vdH : Bah euh le problème c'est toutes les réglementations sur la concurrence hein, donc ça ça a déjà empêché à plusieurs reprises l'avènement de géants comme Euronext/Deutsche Börse ou... Donc oui ça ça n'arrivera pas. Votre question c'était est-ce qu'on pourrait voir l'avènement d'un géant, en fait ce qu'on voit c'est que le marché des bourses est quand même déjà assez fort consolidé en Europe même si ça se fait à travers les marchés domestiques, Euronext est en train de racheter maintenant la bourse de Oslo (*C. F. : Oui j'ai vu ça*) donc voilà nous on va rajouter un sixième pays à notre franchise mais c'est pas demain la veille que vous allez avoir une bourse européenne et ah oui voilà c'est ça que je voulais dire créer une nouvelle plateforme comme l'Euro NM ou l'EASDAQ ce serait assez compliqué parce que les, je dirais, les contraintes réglementaires et informatiques étaient, étaient, étaient... je veux dire...réalisables ou étaient... comment dire...n'étaient pas des facteurs bloquants (*C. F. : d'accord.*). Ce qu'il faut bien se dire, c'est que des bourses comme ici en Europe existent non pas parce qu'il y a des PME qui viennent se coter mais existent grâce aux TOTAL, aux LDMH aux AB Inbev aux...(C. F. : *Oui c'est ça, aux géants qui viennent aussi*) qui viennent et qui génèrent un tel...voilà, un résultat hein je veux dire un tel chiffre d'affaire qu'il est possible d'investir dans de telles technologies et de mettre au point cette cotation, en fait les barrières pour entrer sont devenues tellement élevées que... c'est quasi impossible de...

C. F. : Oui d'imaginer qu'on va pouvoir faire ça

B. vdH : Voilà...un marché Européen. Donc, on a quelques marchés non-réglementés en Europe, des MTF (*C. F. : Oui*), ce qui est là derrière, ce sont des sociétés, ce sont des banques, ce sont des *prop-traders* donc ce sont des boites qui acceptent que leur investissement dans cet actif ne soit pas rentable (*C. F. : Oui.*) donc voilà on peut mettre ça sur les coûts d'autres parts mais c'est pas, il faut pas...fin voilà...des barrières à l'entrée sont assez hautes

C. F. : D'accord, je comprends. Ok, je pense qu'on a couvert déjà pas mal. Peut-être juste, donc on a parlé des multi-cotations qui étaient intéressantes du coup surtout sur le NASDAQ pour les sociétés en sciences de la vie et technologiques et... je me demandais si du coup les cotations sur la New York Stock Exchange étaient aussi intéressantes ou si par contre là les avantages sont un peu dilués et c'est pour ça qu'il n'y a plus de...plus vraiment de sociétés belges qui y sont ou en tout cas pas beaucoup ?

B. vdH : Oui... le...NYSE par rapport au NASDAQ c'est ça la question ?

C. F. : Oui, bah **une multi-cotation Euronext/NYSE par rapport à une multi-cotation Euronext/NASDAQ, est-ce que ça apporte des choses différentes, est-ce que peut-être une n'est plus intéressante?**

B.vdH : Là... je ne suis pas vraiment un spécialiste mais en tout cas ce qu'on peut constater c'est que ces deux-là sont en train de se... de mener une bataille à couteaux tirés pour avoir... toutes les (C. F. : *les sociétés technologiques justement.*) voilà, toutes les sociétés du secteur technologique donc... bon... jusqu'ici...jusqu'ici mais là encore ce n'est que ma vue d'ici (C. F. : *Oui oui mais c'est pas...*) moi j'ai pas, j'ai pas de position là- dessus. Ca semble équivalent mais je n'ai pas...je n'ai pas vérifié en détail. Ils ont quelque part aligné leurs exigences... (C. F. : *D'entrée oui.*) donc je pense que c'est équivalent mais franchement je n'ai pas d'avis tranché sur...

C. F. : D'accord bah c'est juste pour avoir votre opinion. Ok... je pense que pour le moment j'ai tout ce qu'il me fallait merci. Je pense qu'on a déjà...Oui par contre si votre collègue vous répond ça m'intéresse d'avoir (B. vdH : *Oui! Oui.*) la réponse. (B. vdH : *Oui ça va, très bien.*) Et sinon... oui voilà, merci de m'avoir accordé du temps

B. vdH : Et bien je vous en prie je vous en prie et que ça aille bien...

C. F. : Oui merci, au revoir!

B.vdH : Au revoir.

Entretien n°3 : Jean-Manuel Fontaine

Notre interlocuteur était Monsieur Jean-Manuel Fontaine, actuellement *Vice President External and Scientific Affairs* chez Mithra. Réalisé le 11 juin 2019 à 17h30, cet entretien a duré environ 30 minutes et a eu lieu par téléphone.

Créée en 1999, Mithra est une société spécialisée dans la santé féminine, en particulier dans les domaines de la contraception et de la ménopause. M. Fontaine a rejoint l'entreprise en 2013. Responsable à la fois des affaires scientifiques et des affaires *corporate*, il a participé à l'entrée de Mithra sur Euronext Bruxelles en 2015. Il travaille également avec le département Relations Investisseurs, qu'il a aidé à mettre en place. Cela implique qu'il doit veiller au maintien des différentes obligations amenées par la cotation, principalement en termes de communication, de gouvernance et de transparence.

Clara François : Bonjour, merci beaucoup d'avoir pu m'accorder cette interview. Ce que je vous propose c'est de vous résumer rapidement l'objet de mon mémoire, ensuite on pourra passer aux questions.

Jean-Manuel Fontaine : Oui d'accord très bien

C. F. : Donc comme je vous avais dit le mémoire est basé sur la multi-cotation des sociétés européennes, entre l'Europe et les États-Unis donc je n'analyse pas du tout les multi-cotations Europe-Europe. La première chose que je cherche à faire c'est expliquer pourquoi dans les années 2000 il y a énormément de sociétés qui étaient multi-cotées aux États-Unis qui sont revenues (donc ça ça ne vous concerne pas tellement mais voilà ça vous situe un peu sur ma partie théorique) et ensuite après ça je cherche à voir si bah justement aujourd'hui c'est encore intéressant, pour quelles raisons et sur quelle place aux États-Unis vu qu'il y a le NASDAQ et aussi la NYSE. Donc...oui voilà c'est un peu dans ce cadre-là que votre avis interviendra parce que Mithra envisage d'aller se faire coter aux États-Unis dans un futur relativement proche donc c'est un peu pour voir pour quelles raisons et ce que ça pourrait vous apporter en plus que la cotation que vous avez déjà sur Bruxelles.

J-M F. : D'accord. Donc oui je commence à répondre aux questions ?

C. F. : Euh oui on peut passer à ça. Peut-être juste est-ce que vous pouvez me rappeler ce que vous faites chez Mithra ?

J-M F. : D'accord très bien. Donc...euh moi ma responsabilité elle est...je suis responsable à la fois des affaires scientifiques et...des affaires *corporate*. Dans ce...dans ce titre-là, cette fonction-là, je travaille aussi dans le département Relations Investisseurs (*C. F.* : *Ok ah oui*) et donc j'ai participé à l'entrée en bourse de Mithra et à la mise en place du département Relations Investisseurs, avec les différentes obligations que...ça représente (*C. F.* : *Oui*) en termes de communication, en termes de publication, en termes de gouvernance de transparence etc (*C. F.* : *Ok*).

Alors eeeuh...je ne sais pas pour quelles raisons des sociétés cotées aux États-Unis reviennent sur une cotation uniquement européenne, ça je dois dire que c'est quelque chose qui m'intéresserait de comprendre, peut-être que vous pouvez me le raconter après (*C. F.* : *Oui (rires)*), en tout cas nous on...c'est vrai qu'on a réfléchi à cet aspect, c'est pas à l'ordre du jour à court-terme chez Mithra mais on a évidemment réfléchi à une cotation boursière aux États-Unis bah parce que les fonds qu'on soulève aux États-Unis sont très importants et...ça nous apporte une...(a priori c'est l'idée qu'on s'en fait) ça nous apporterait des capitaux supplémentaires et une...et donc une capacité à développer des...plus de choses. Ça nous apporte une visibilité a priori aussi plus importante euh... Peut-être que ça nous apporte aussi une capacité de résistance...quand il y a certains marchés qui dévient par rapport à d'autres je ne sais pas ça...je ne suis pas assez *corporate finance* pour ça mais la première raison c'est en tout cas pour aller chercher des fonds supplémentaires et aller chercher donc de nouveaux investisseurs. Une fois qu'on est en bourse, si on n'a pas non plus des...des investisseurs diversifiés, avec un équilibre entre le *retail* et l'institutionnel, et bien euh...peut-être qu'on peut être plus fragiles. Nous par exemple on a beaucoup de *retail*, bah ça nous laisse un peu à...la merci de la volatilité (*C. F.* : *Oui forcément*) dans le *retail* donc...voilà nous par exemple on aimerait bien renforcer aujourd'hui notre...notre...

C. F. : la diversification de votre actionnariat ?

J-M F. : Oui, ben on aimerait bien renforcer l'actionnariat institutionnel pour donner une assise plus forte au cours et donc le rendre moins volatile ça c'est par exemple quelque chose qu'on aimerait bien faire et parfois on se dit que en allant aux États-Unis ça c'est quelque chose qu'on arriverait à atteindre plus facilement parce que...bah les grands acteurs, les

grands investisseurs institutionnels sont...pas toujours mais très souvent américains, les grands fonds sont très souvent américains, et beaucoup d'investisseurs américains aiment bien investir dans des sociétés cotées aux États-Unis euh...voilà il y a moins d'acteurs, d'investisseurs américains qui sont prêts à aller investir dans les sociétés cotées en Europe.

C. F. : D'accord. Donc c'est vraiment l'accès aux capitaux qui serait votre...votre motivation principale ?

J-M F. : Bah l'accès aux capitaux et développer l'assise institutionnelle.

C. F. : Oui d'accord. **Ce ne serait pas possible d'avoir des acteurs institutionnels européens ? C'est plus difficile ?**

J-M F. : C'est possible euh...c'est possible c'est ce qu'on cherche à faire c'est ce qu'on cherche à faire, simplement euh...est-ce que la puissance...on a l'impression que la puissance financière américaine est plus importante.

C. F. : Oui. Oui oui c'est vrai que c'est un des éléments qui revient souvent. D'accord.

J-M F. : On dit qu'il y a plus de sous que même...aux États-Unis c'est un peu une autre dimension quoi.

C. F. : Oui oui, je comprends bien.

J-M F. : Il y a plus de capital à risque aux États-Unis qu'en Europe

C. F. : Oui c'est sûr, les investisseurs prennent plus de risque ça c'est sûr... D'accord.

J-M F. : Nous une société comme la nôtre c'est quand même...une biotech c'est quand même un investissement...c'est une société de capital à risque quoi.

C. F. : Oui oui c'est sûr

J-M F. : Bon Mithra ça le devient moins mais on est quand même toujours perçus comme une...comme un investissement en capital risque.

C. F. : Oui, ça reste quand même de la biotech c'est sûr. D'accord.

J-M F. : N'hésitez pas, faites-moi parler Clara, je suis prêt à répondre à votre question.

C. F. : Oui oui ça répond à ma question, je cherche à voir parce que vous me disiez que vous ne l'envisagiez pas tout à fait dans un futur proche, vous l'avez envisagé mais finalement...

J-M F. : Ben oui disons que...oui, maintenant ça reste...on va dire que ça reste dans le cartable, c'est pas à l'ordre du jour mais ça reste dans le cartable ça veut dire que c'est pas quelque chose qu'on a écarté.

C. F. : Mmm d'accord je comprends.

J-M F. : Mais euh si vous interrogez un de nos analystes il vous dire...ben eux n'en parlent pas parce que...c'est pas à l'ordre du jour.

C. F. : Oui c'est ça, oui oui ça j'ai bien compris.

J-M F. : Publiquement on ne l'a pas annoncé aux marchés parce qu'il n'y a pas...ça reste une idée...qui nous séduit, mais on n'a pas approfondi la réflexion sur le sujet.

C. F. : D'accord oui je vois bien. Et **vous ne l'approfondissez pas parce qu'il y a des éléments qui vous dissuadent un petit peu ou c'est juste que vous n'avez pas encore suffisamment considéré cette option-là ?**

J-M F. : Euh bah je pense que aujourd'hui d'abord on n'est pas...on est dans une situation où on a assez de trésorerie. Ce qui pourrait nous pousser à aller chercher une cotation américaine c'est peut-être euh...la volonté de stabiliser notre actionnariat euh...mais encore faut-il quand on va aux États-Unis...je pense venir aux États-Unis en venant avec un nouveau projet, or

aujourd'hui bah voilà on a deux projets importants mais je...il me semble qu'il faudrait venir encore avec un projet supplémentaire, une annonce supplémentaire, qui nécessiterait une levée de fond importante supplémentaire qui justifierait une entrée sur le marché américain.

C. F. : Oui c'est ça avoir des nouvelles positives qui soutiendraient le cours et qui justifieraient que vous voulez lever des fonds

J-M F. : C'est ça c'est ça, des nouvelles positives et des...quand je dis des nouvelles peut-être carrément un nouveau projet de développement qui serait en plus de ce que nous avons donc voilà on a des développements dans la contraception, on a des développements dans la ménopause, et bien peut-être que demain si on avait un développement dans...la prévention de l'AVC, ça c'est très typiquement un projet qui pourrait faire l'objet d'une levée de fonds supplémentaires sur une autre bourse quoi.

C. F. : D'accord oui je comprends bien.

J-M F. : Maintenant ça peut aussi faire l'objet d'une levée de fonds supplémentaires au sein de Mithra en Europe, mais il y a fort à parier qu'on ira chercher plus d'argent aux États-Unis par rapport au marché européen.

C. F. : **Vous pensez que vous ne pourriez pas lever les fonds nécessaires en Europe ?**

J-M F. : Bah si peut-être mais voilà disons que la situation n'a pas été considérée. Aujourd'hui je pense que l'attractivité des marchés américains elle est forte, elle incitera peut-être les sociétés européennes à y aller, mais c'est aussi des contraintes...toute une série de contraintes liées à la réglementation du marché américain donc plus forte, avec un *compliance officer* supplémentaire, il faudrait dédoubler certains postes je pense...ça change l'organisation (*C. F. : Oui oui c'est sûr*) et donc ben ça c'est des contraintes importantes mais pour des petites sociétés comme les nôtres, ben c'est...on n'est pas...prêts à ça quoi

C. F. : Oui je comprends bien. **Oui au final c'est une des choses qui pourraient peut-être vous dissuader si ça revient à des coûts vraiment trop importants ?**

J-M F. : Ah oui les coûts importants peuvent nous dissuader si...disons que s'il y a plus de coûts que de gains à aller chercher (rires) parce que c'est non pas simplement des postes en plus mais c'est aussi des contraintes en termes de fonctionnement supplémentaires, des contraintes organisationnelles quoi donc...

C. F. : Ok oui je comprends bien. **Et est-ce qu'il y a éventuellement des risques aussi que vous avez identifiés ?** En dehors des coûts supplémentaires

J-M F. : Euh...bah des coûts, charges de...au niveau de l'organisation, donc la mobilisation des ressources euh voilà...non je ne sais pas si on a identifié d'autres risques, je pense qu'on n'a peut-être pas non plus creusé euh...

C. F. : Oui vous n'avez peut-être pas non plus poussé jusque-là j'imagine bien. D'accord. Je regarde je reprends la liste de questions mais du coup il y en a plusieurs qui ne vous concernent pas encore vraiment... **Est-ce que vous pensez que ça peut vous donner un avantage compétitif par rapport à vos concurrents ?**

J-M F. : Alors écoutez euh...c'est vrai qu'on ne voit pas...on ne voit pas beaucoup de concurrents dans notre domaine dans la santé de la femme (*C. F.* : *Oui ça c'est vrai*), mais assez logiquement on imagine que ça peut nous donner plus de...plus de force par rapport à des concurrents potentiels ou à venir dans la mesure où on a accès potentiellement à plus de capitaux qui peuvent permettre de financer nos projets et de développer un *pipeline* plus attractif et plus rapidement.

C. F. : Oui c'est ça, d'accord. Je demande parce que bah la majorité des biotechs belges l'envisagent ou le font donc je me demandais un peu si c'était...pas vraiment nécessaire mais quand même un petit peu dans votre secteur ou si c'était juste un phénomène visible mais un peu une coïncidence je ne sais pas

J-M F. : Euh...savoir si la cotation américaine n'était pas simplement un phénomène de mode c'est ça ?

C. F. : Ben soit un phénomène de mode, ou alors justement dans votre domaine il y a un peu des lacunes en Europe et du coup il n'y a pas vraiment d'autre choix que d'aller aux États-Unis en fait

J-M F. : Bah y'a plus de capital à risque aux États-Unis qu'en Europe, les européens historiquement semblent moins penchés vers le risque que les américains.

C. F. : Oui ça c'est sûr, donc vous pensez que c'est simplement ça qui justifie que toutes les biotechs belges et même européennes y pensent à un moment

J-M F. : Oui il y a beaucoup de biotechs belges qui vont chercher du capital à risque là-bas, pour faire avancer leur *pipeline* donc oui ça c'est certain, et puis du coup ils ont des bases d'investisseurs européennes et américaines c'est à la fois plus de travail mais ça leur donne des leviers différents quoi. (*C. F. : Oui c'est ça, d'accord*) moi a priori comme ça je n'y vois que des avantages mais après si je regarde l'organisation à l'intérieur il faut quand même certaines...

C. F. : Ca demande quand même pas mal d'efforts oui ça c'est sûr.

J-M F. : Maintenant il y a des biotechs assez petites qui l'ont fait hein, Celyad je crois qu'ils y sont allés

C. F. : Oui Celyad y est, Galápagos également

J-M F. : mais Galápagos c'est vraiment... (*C. F. : c'est encore différent oui*) oui parce que Galápagos c'est vraiment LE plus gros

C. F. : Oui, il y a aussi Tigenix je ne sais pas si vous connaissez

J-M F. : Tigenix oui ils y sont allés aussi

C. F. : Oui et ils étaient aussi assez petits, maintenant ils n'y sont plus parce qu'ils ont été rachetés mais oui ils l'ont fait aussi

J-M F. : Mais de toute façon chaque fois qu'on va aux États-Unis lors de *roadshows* pour aller présenter l'entreprise, le retour qu'on a souvent c'est « oui mais quand est-ce que vous comptez être cotés aux États-Unis ? »

C. F. : Ah oui donc les investisseurs sont vraiment demandeurs de la cotation américaine

J-M F. : Ah oui oui oui oui oui ! Clairement, et puis il y en a qui disent « bah écoutez, quand vous serez cotés aux États-Unis revenez nous voir ». Aussi pendant nos *roadshows*, quand de gros acteurs comme...JP Morgan ils invitent toujours quelques biotechs à venir présenter etc devant les investisseurs américains mais bon voilà beaucoup de ces sociétés donc des sociétés qui sont cotées sur le NASDAQ quoi hein.

C. F. : Ah oui ok, donc c'est aussi pour ça qu'il y a ce mouvement vers les États-Unis

J-M F. : Oui c'est important.

C. F. : D'accord. **Vous savez déjà sur quelle place boursière vous le feriez ou c'est encore incertain ? Ce serait d'office sur le NASDAQ ?**

J-M F. : Je ne suis pas hyper spécialiste mais pour toutes les biotechs c'est généralement le NASDAQ (*C. F. : Oui ok*) j'ai pas pensé aux bourses chinoises, ou à la bourse brésilienne ou...

C. F. : Non non mais c'est parce qu'il y a aussi la NYSE qui offre pas mal de choses aussi pour les sociétés technologiques, enfin ils essayent un peu de concurrencer le NASDAQ, donc c'était pour voir un peu si leurs opérations dans ce sens marchaient on va dire

J-M F. : Écoutez je pense que ça c'est une...une question qu'on n'a pas vraiment analysée

C. F. : Oui c'est ça vous n'en êtes pas encore là dans la réflexion. Après là je suis bien consciente que c'est une question plus *corporate finance* donc je ne sais pas si vous pourrez me répondre mais **par rapport à la liquidité de l'entreprise et à la valorisation vous pensez que ça aurait un impact ?**

J-M F. : Alors...la liquidité de l'entreprise est...ben voilà on a à peu près 25% des actions qui sont en cours donc qui sont disponibles, donc il me semble qu'on soit déjà pas mal liquides. Maintenant, qu'est-ce qu'on appelle très liquide ? Quand il y a plus de 40% des actions en bourse je ne sais pas, mais nous on a à peu près 25% des actions qui sont en bourse, presque 30 donc on a déjà des actions assez liquides (*C. F. : Oui c'est déjà pas mal*), voilà maintenant si vous êtes aux États-Unis également...je suis pas sûr de pouvoir répondre très précisément à cette question

C. F. : Non mais c'est déjà bien d'avoir une idée de où vous en êtes maintenant ici en Europe

J-M F. : Est-ce que ça ne dépend pas de comment...de qui va rentrer dans le capital ?

C. F. : Si c'est ça, ça dépend en fait de si les transactions continuent à s'effectuer à la fois en Europe et aux États-Unis, oui si elles sont toutes transférées vers les États-Unis enfin...l'augmentation ne se vérifie pas toujours parce que parfois il y a simplement un transfert des opérations qui s'effectue vers la place américaine. Donc c'est pour ça que je demandais un peu si vous, vous vous attendiez à ce que...à ce qu'elle augmente ou pas forcément

J-M F. : Ah voilà bah je pense que c'est une question qui n'a pas été posée non plus quoi.

C. F. : Oui c'est ça c'est déjà assez loin dans la réflexion je suis bien consciente.

J-M F. : Mais bon pour attirer les investisseurs américains il faut que l'action soit liquide, donc si on ne...si on ne maintient pas au moins le même niveau de liquidité ou voire si on ne l'améliore pas, je pense que ça va poser problème.

C. F. : D'accord oui oui, donc c'est un des critères des investisseurs américains forcément

J-M F. : Bah beaucoup d'investisseurs nous demandent voilà si l'action est liquide, ils veulent pouvoir entrer et sortir assez facilement, si c'est pas très liquide alors...

C. F. : Oui ils ne vont pas prendre le risque je comprends

J-M F. : ... « pas beaucoup d'actions disponibles donc je ne peux pas acheter beaucoup donc je peux pas jouer donc c'est peut-être pas le meilleur produit à mettre dans mon portefeuille quoi »

C. F. : Mmm je comprends bien.

J-M F. : j'ai quand même entendu souvent que voilà il faut garder une vingtaine de pourcents de liquide, au moins

C. F. : Oui c'est sûr c'est un critère. **Est-ce que vous envisagez aussi une multi-cotation sur une autre place européenne ou pour l'instant si vous ajoutez une cotation ce sera forcément aux États-Unis ?**

J-M F. : Ah écoutez on n'a pas réfléchi à cette question donc ça c'est... (*C. F.* : *d'accord*) mais quand on a envisagé une multi-cotation on a envisagé ça sur le marché américain pour accéder aux fonds américains. Certains ont évoqué un Bruxelles et Paris, je me demande si c'est pas Bone Therapeutics qui a investi sur les deux, Paris et Bruxelles, il y a une autre biotech qui était sur Paris et Bruxelles mais...

C. F. : Oui il y en a plusieurs, même sur Amsterdam aussi

J-M F. : Mais bon je pense qu'à partir du moment où une double cotation sera envisagée ce seront des questions qui se poseront

C. F. : Oui c'est ça vous n'en êtes pas encore là

J-M F. : Mais ce qui s'est posé avec le plus de sérieux c'est la cotation sur le marché américain parce que on sent bien que l'importance en termes d'argent, en termes de...d'investisseurs, en termes de relais avec des partenariats industriels ou avec des relais en termes de partenariat de développement...euh...

C. F. : **Ce serait selon vous meilleur aux États-Unis ?**

J-M F. : Oui pour Mithra ça semble meilleur aux États-Unis quoi.

C. F. : Ok bah je pense que c'est déjà...ça répond déjà à pas mal de mes questions en fait, oui **je ne sais pas si vous avez autre chose à ajouter ?**

J-M F. : Euh je pense peut-être que avant de prendre la décision on aurait besoin d'avoir une meilleure visibilité sur...notre actionnariat institutionnel, savoir quelle proportion est une...sont des institutionnels américains et...bah voilà s'il est très faible ben on peut se dire qu'il faut peut-être y aller, mais en sachant que ça va représenter toute une série de contraintes sur l'organisation et de recherche, communication etc

C. F. : Ok, merci beaucoup d'avoir accepté de répondre je pense que vous m'avez déjà apporté beaucoup d'informations, ça va bien m'aider.

J-M F. : Avec plaisir, je suis très heureux de pouvoir aider...de vous aider un petit peu à...

C. F. : Oui ça m'aidera même beaucoup ! C'est vraiment gentil d'avoir pu m'accorder du temps

J-M F. : Il n'y a pas de problème, n'hésitez pas à me rappeler via simplement sur le portable ou m'envoyer un sms si vous avez une question qui reste...en suspens

C. F. : D'accord, c'est super gentil merci

J-M F. : En plus de ça on vient de la même école...c'est important (rires)

C. F. : (rires) C'est vrai ! J'en ferai autant pour les étudiants après moi. Merci en tout cas !

J-M F. : Et bien avec plaisir, *good luck* pour la suite mais je suis assez confiant hein.

C. F. : Ah c'est gentil merci

J-M F. : Allez à bientôt Clara !

C : Oui bonne fin de journée, au revoir !

Entretien n°4 : Jean-Michel Etienne

Notre interlocuteur était Monsieur Jean-Michel Etienne, Responsable Invest chez BNP Paribas Fortis. Réalisé le 13 juin 2019 à 9h00, cet entretien a duré environ 30 minutes et a eu lieu à l'agence de Louvain-La-Neuve.

Au sein de BNP Paribas Fortis, le rôle de M. Etienne est de présenter régulièrement aux employés les possibilités d'investissements qu'ils peuvent proposer et d'organiser des ateliers pour sensibiliser les clients aux placements. Son diplôme en histoire lui permet de donner des recommandations pertinentes étant donné le contexte économique dans lequel nous évoluons actuellement.

Clara François : Bonjour, merci d'avoir accepté de participer à cet entretien.

Jean-Michel Etienne : Avec plaisir.

C. F. : Je pense que quand je vous avais contacté je vous avais simplement présenté le sujet de ma recherche ?

J-M E. : Oui, vous travaillez sur la multi-cotation des entreprises européennes...aux États-Unis c'est ça ?

C. F. : Oui c'est ça, et principalement sur les retours qui ont été observés dans les années 2010...de la part des sociétés européennes qui étaient multi-cotées aux États-Unis. Il y a eu pas mal d'auteurs qui ont analysé les raisons du retour donc j'aimerais bien comparer leurs résultats avec ce que pensent les praticiens aujourd'hui. Ensuite dans un second temps j'aimerais déterminer si aujourd'hui ça se justifie à nouveau, et si la réponse est oui qu'est-ce qu'on pourrait faire en Europe pour garder nos sociétés prometteuses chez nous.

J-M E. : Ok. Alors...depuis 2010 oui il y a eu effectivement si ma mémoire est bonne...un arrêt de la Cour de...je pense que c'était la Cour Suprême, enfin il y avait déjà la problématique de tout ce qui était la loi SOX...(C. F. : *Oui c'est ça oui oui*) qui posait problème... C'est vrai que aller la multi-cotation m'a toujours interpellé dans la mesure où ça peut familiariser certains investisseurs locaux sur des...j'ai envie de dire des actifs tiers inconnus, ça c'est le principe de la multi-cotation. Le problème aux États-Unis c'est que...leur volonté d'extra-territorialité voire de supplanter l'ensemble des droits internationaux fait que...ben on en arrive effectivement à avoir pratiquement...enfin c'est un peu ce que je ressens et un peu ce que je vois. Au sein des entreprises c'est vrai que l'envie d'aller quérir des capitaux complémentaires c'est clair c'est quelque chose qui est toujours intéressant surtout dans des parties du monde où on est quand même...historiquement assez...assez j'ai envie de dire tenté par le risque on peut dire ça comme ça, mais le fait est que la contrepartie de tout ça c'est-à-dire c'est les coûts, c'est les frais d'enregistrement, c'est les coûts de retrait de la cote c'est hyper lourd et donc je pense qu'ils sont en train de peser le pour et le contre et qu'ils se disent qu'effectivement vu en plus les contraintes réglementaires des États-Unis ben il y a un argument de... Alors est-ce qu'on peut leur donner tort ? C'est un sacré budget. Moi j'observe quand même que c'est quand même plutôt des *blue chips* sont plutôt cotées aux États-Unis, on verra rarement des PME ou des moyennes entreprises (ou peut-être des start-up sauf si elles sont financées de l'intérieur) émerger aux États-Unis.

D'ailleurs c'est assez rare de voir un Européen émerger au Nasdaq sauf s'il est financé par...on peut prendre éventuellement BlaBlaCar dernièrement en France, on le voit arriver à la côte

aux États-Unis et bizarrement ils sont financés par les Américains donc c'est assez curieux de voir ... et c'est ça qui est un peu...enfin c'est pour ça que je hurle très souvent quand je me rends... enfin j'ai un avis qui n'engage que moi de toute façon, mais je hurle pour obtenir effectivement le retour de l'EASDAQ. Je veux dire que à un moment donné si on veut être compétitifs et concurrentiels, il s'agit...c'est pas uniquement du protectionnisme primaire, c'est-à-dire qu'il s'agit de donner une contrepartie aux technologies qui sont en train d'être diffusées aujourd'hui. Et ce que j'ai dit quand on s'est vus, j'ai dit clairement que le problème aujourd'hui c'était pas le problème des cerveaux, c'était principalement le problème du financement. Et donc comment faire mieux que en ayant une opportunité de financement au travers d'un marché qui est clairement déterminé à cet égard, c'est-à-dire un Nasdaq européen, l'EASDAQ qu'on avait précédemment (*C. F. : oui c'est ça*), réaménagé évidemment parce que l'EASDAQ a eu évidemment ses problèmes.

Mais très objectivement c'est peut-être ça aussi qui fait que... alors sur la multi-cotation pour revenir à ça je pense que l'effet Vivendi Universal en 2006 quand ils se sont fait un petit peu remonter les bretelles – ça a du bon je pense parce que le principe de pouvoir aussi permettre à tout un chacun de pouvoir avoir à dire et à redire sur les règles de gouvernance au sein des entreprises pour moi cela a du sens – le problème c'est qu'on n'y voit pas très clair quoi. C'est toujours du deux poids deux mesures enfin on a plutôt l'impression du point de vue européen en tout cas c'est un peu comme ça que je le perçois qu'on a du deux poids deux mesures. Et donc quand on a une multi-cotation c'est vrai aux États-Unis on voit plutôt les sociétés européennes notamment Alstom et d'autres revenir par exemple alors qu'elles vont peut-être s'ouvrir à d'autres marchés comme à Hong-Kong quoi (*C. F. : hum, ah oui*) donc faut peut-être se poser les bonnes questions : pourquoi est-ce qu'ils vont se faire coter là-bas ? Alors bon Hong-Kong n'est pas blanc bleu spécifiquement, certainement pas en matière de gouvernance non plus, mais en termes de facilité, en tout cas de ce qu'on appelle je crois que c'était le fameux... le fameux biais local je ne sais plus comment on dit en anglais mais je pense qu'il y a un biais local qui joue aussi, qui fait que le domestique est toujours privilégié sur l'étranger (*C. F. : hum hum oui c'est vrai*) et donc le fait est que moi je trouve que la multi-cotation avec l'environnement technologique qu'on a aujourd'hui avait un sens absolument fondamental, maintenant ce qu'on en a fait... Alors, c'est l'aspect humain, c'est l'aspect protectionniste qui primait des Américains, on les connaît, on sait comment ils fonctionnent, c'est de l'anglo-

saxon primaire de base et donc c'est « moi avant les autres » et donc là effectivement l'idée d'intégrer de la multi-cotation actionnaire a peut-être été à mon avis ternie par juste...cette approche-là enfin c'est un peu cette impression que j'ai.

Et donc le fait est que depuis aller grosso modo en 90 il y avait un grand engouement pour la multi-cotation puis en 2000 on va vu un retour de...parce que finalement ben les gens étaient un peu désenchantés quoi (C. F. : *c'est ça oui oui*) et donc c'est un peu ça qu'on a...enfin que moi j'ai moi comme ressentiment...enfin sentiment pas ressentiment, sentiment pour le moment par rapport à la multi-cotation moi je trouve que c'est intéressant d'un point de vue théorique, d'un point de vue empirique là c'est autre chose.

C. F. : Oui c'est ça ok. Donc principalement à cause des coûts liés aux réglementations et aux contraintes ?

J-M E : Ben aux réglementations qui sont de plus en plus *hard* (C. F. : *ça oui*) parce que là on tombe vraiment parfois dans la parano alors que on peut discuter aussi de certaines passivités à l'égard de certains dirigeants face à cette même...enfin c'est-à-dire que moi je veux bien qu'on soit effectivement excessivement...j'ai envie de dire sévère à l'égard des sociétés...ça se justifie maintenant soyons sévères jusqu'au bout il ne faudrait pas deux poids deux mesures. Et donc là effectivement par rapport aux sociétés européennes on peut se poser des questions, par rapport à Vivendi Universal on peut se poser des questions, par rapport à ce qui s'est passé en 2009 on peut se poser des questions...et donc la priorité est toujours réservée aux États-Unis et puis l'extra-territorialité de leur droit qui a tendance éventuellement à donner... alors si on fait de l'extra territorialité de droit étasunien faisons de l'extraterritorialité des droits de tous les pays voire éventuellement de l'Europe. Soyons à l'avenant et donc à ce moment-là on aura peut-être une contrepartie à faire valoir. Mais sur le fond je trouve que c'est une bonne idée, sur la forme je trouve que ça laisse peut-être à désirer. Voilà.

C. F. : Ok et ça se justifie par rapport à quoi ? Quelles sont les raisons qui quand même sont intéressantes d'y aller ?

J-M E : Je pense que les deux raisons essentielles c'est clairement le fait d'avoir pour les entreprises la capacité de lever des capitaux qu'ils n'auraient certainement pas eus par ailleurs, d'avoir une certaine notoriété aussi qu'ils n'auraient certainement pas obtenue par ailleurs. Et puis quelque part d'asseoir j'ai envie de dire un marché qui leur aurait été peut être étranger ou relativement difficile d'accès. Voilà donc moi je dirais c'est principalement ces trois caractéristiques là que moi je vois absolument essentielles mais surtout lever des capitaux dans des endroits du monde où peut-être on a plus tendance à saisir les opportunités de façon opportune alors qu'en Europe on est hyper...

C. F. : ...hyper prudents

J-E M : Non non c'est pire que ça, c'est une catastrophe, en Europe c'est une catastrophe, c'est même pour ça qu'on est clairement à la remorque en ce qui concerne la révolution technologique du moment, c'est ça que j'essaie de faire passer aussi comme message c'est que si on lève des capitaux peut-être qu'on aura une opportunité de jouer dans la même cour qu'eux et donc voilà, c'est aussi ce que les entreprises quel que soit le secteur (parce que là je suis fort technologies pour l'instant) je pense que c'est aussi une...c'est clair que toutes les entreprises quel que soit secteur, s'il s'agit de lever des fonds on aura beaucoup plus facile à les lever soit sur l'Extrême-Orient soit aux États-Unis tout simplement, parce que l'Extrême-Orient aussi s'ouvre aux capitaux à risque, avec la réglementation qu'on connaît à Pékin évidemment qui est très spéciale pour le moins mais je veux dire concrètement si on cherche des investisseurs en Europe bah bizarrement c'est ce que j'expliquais quand on s'est vus, ce qui est quand même extrêmement rageant c'est que on se finance ailleurs on ne se finance pas en Europe. Voilà donc ça c'est assez compliqué...et donc la multi-cotation a peut-être cet intérêt là aussi, moi j'y vois plutôt cet intérêt-là.

C. F. : Est-ce que ça a aussi un avantage par rapport à la liquidité et à la valorisation de l'entreprise ou au final pas vraiment ?

J-M E. : Bah c'est-à-dire que c'est quand même un sacré coût quoi. Donc il faut peut-être peser le pour et le contre et ce qu'on observe souvent c'est peut-être pas un hasard c'est qu'on a soit des *blue chips* qui sont multi-cotées et pas spécialement des petites entreprises. Donc je

reviens à ce que je disais tout à l'heure, c'est certainement lié au fait de...la capacité de l'entreprise de pouvoir grandir parce qu'elle a déjà peut-être de la trésorerie. Donc les entreprises enfin c'est une question que je me pose souvent, c'est-à-dire que c'est peut-être intéressant mais il faut l'ouvrir à tout le monde à tout un chacun et peut-être faire en sorte de réduire les coûts, les frais et les droits d'enregistrement, ne fut-ce que ça pour permettre à tout le monde de pouvoir participer à ce...si on voulait que ça soit vraiment universel et faire en sorte que tout un chacun puisse éventuellement profiter de cette possibilité-là, parce que a priori une PME qui pense aux États-Unis...partir en multi-cotation ça coûte un sacré budget donc c'est un peu compliqué...

C. F. : Peut-être un peu moins sur le Nasdaq quand même

J-M E. : Oui oui complètement, heureusement d'ailleurs parce que sinon enfin c'est le principe d'une *start-up* mais je veux dire une société qui n'est pas spécifiquement technologique – et il y en a – alors c'est très compliqué quoi, c'est très très compliqué donc voilà. Maintenant c'est vrai que ce qui serait bien c'est d'avoir un EASDAQ ça c'est clair.

C. F. : Pourquoi est-ce que ça n'a pas marché ?

J-M E. : Je pense que...c'est certainement le fait aussi du contexte. J'ai un peu l'impression que...(C. F. : *c'était pas le bon moment ?*) Voilà, et puis on a eu...on a eu le crash technologique quoi donc « chat échaudé craint l'eau froide » je pense que comme l'européen a déjà un profil plutôt extrêmement méfiant, si en plus on prend un crash technologique en début des années 2000 ça ne va pas conforter dans l'idée...les américains sont plus résilients nous c'est pas le cas du tout. Quand on voit déjà comment le *quantitative leasing* s'est mis en place assez rapidement aux États-Unis et qu'on est toujours dedans en Europe bah voilà on va se poser 40 mille questions c'est à peu près...je pense que ça part certainement de la même... Alors c'est irrationnel on est d'accord mais est-ce que l'économie...on peut se poser la question est-ce que l'économie est toujours rationnelle ? Voilà, par définition c'est plutôt des observations empiriques, il y a quelque part autant d'avis que d'économistes, je pense qu'il faut être très humble par rapport à ça. Mais l'EASDAQ moi j'ai un peu le sentiment que c'est une question de moment, un contexte qui fait que...c'est certainement pas enfin il y a d'autres raisons

certainement, plus techniques mais j'ai vraiment le sentiment que si on instaurait un EASDAQ et si on avait continué avec l'EASDAQ en Europe... Avec les scandales qu'on a eu ne fut-ce qu'en Belgique enfin parce que nous on était plutôt centrés en Belgique avec Lernout et Hauspie etc, donc ça n'engageait pas spécifiquement à aller vers ...voilà les gens avaient effectivement très...très chaud pour ne pas dire autre chose donc voilà c'était quelque chose qui était extrêmement compliqué. Je pense que c'était surtout une question de moment

C. F. : Du coup ça pourrait marcher de le refaire aujourd'hui ?

J-M E. : Moi je pense qu'il FAUT le refaire. C'est pas que ça pourrait, il faut qu'on ait une centrale...une centrale en tout cas de l'investissement qui soient desservie de façon...de façon absolument...absolue pour le développement de technologies européennes c'est clair. C'est clair, moi ce qui me choque très fortement c'est que...c'est qu'on a toujours été des leaders dans le développement et que là on est en panne quoi, et on est en panne ça fait quand même 40 ans que ça dure donc il faudrait peut-être que ça change. Et là...voilà on a ce qu'il faut hein on a les viviers, on a les universités, on a les...mais voilà.

C. F. : Est-ce que ce serait faisable vu toutes les règles de concurrence et toutes ces choses-là qu'il y a ?

J-M E. : Je pense qu'ils nous mettraient tous des bâtons dans les roues, c'est clair c'est le jeu, ils nous mettraient tous des bâtons dans les roues puisque c'est plus facile de racheter un brevet peut-être que d'avoir un concurrent, quoique avec le *blockchain* on en reparlera des brevets. Mais je veux dire très concrètement je crois que oui ça ne se fera pas sans mal, mais c'est une...enfin moi je trouve que c'est une nécessité absolue quoi, c'est nécessité absolue et ne pas le faire c'est se tirer une balle dans le pied. Aller investir aux États-Unis, aller faire grandir des entreprises qui auraient pu se développer chez nous et accessoirement créer au fil du temps une prospérité qu'on n'a pas et qui entraîne tout ce qu'on connaît sur la résurgence politique des extrêmes etc etc. ça c'est classique et donc moi c'est quelque chose qui me choque énormément donc voilà. Libérer le cash, libérer les esprits, libérer l'instinct investisseur de l'Européen, quoi qu'on en pense je pense que c'est quelque chose que l'EASDAQ pourrait aider à faire en tout cas.

C. F. : Ok. Est-ce que vous connaissez aussi un peu l'Euro NM ?

J-M E. : Euh oui très peu.

C. F. : Ok, parce que là c'était plus un réseau de marchés enfin c'était des petits marchés nationaux qui étaient organisés en réseau. **Est-ce que ça pourrait aussi marcher ou l'EASDAQ était quand même plus intéressant ?**

J-M E. : Ben là on revient quand même aux marchés domestiques, donc là on se ferme un peu des portes parce que je ne pense pas qu'à l'international ils seraient plus réceptifs parce qu'il en soit allez avoir ce genre de réseau avait peut-être du sens il y a quarante ans, trente ans, mais maintenant que le monde est un village on en revient à la problématique de la mondialisation ça va très vite, on va peut-être très vite arriver au bout du modèle. On n'aura pas le...on aura peut-être pas le soutien des mêmes capitaux ça peut se faire mais on aura peut-être pas le soutien des mêmes capitaux que ce qu'on aurait avec un marché international. Avoir les deux je pense que c'est quelque chose d'intéressant mais quand même avoir un EASDAQ d'un point de vue international pour rivaliser ça a à mon avis... par rapport aux Chinois qui vont développer aussi clairement une technologie très très...très très importante (on l'a vu d'ailleurs avec les investissements qu'ils ont faits récemment sur l'intelligence artificielle) ils vont nous passer devant. C'est-à-dire que en ce qui concerne le numérique ils sont derrière les Américains mais avec les investissements qu'ils font si on ne réagit pas... Voilà et donc l'EASDAQ pourrait aider aussi des *start up* à justement émerger de ce point de vue. Peut-être d'un point de vue d'abord local et puis monter à l'EASDAQ après mais ça aurait peut-être été un marchepied possible etc, un peu... ce qu'on a connu avec les grandes folies d'une autre façon mais...toute initiative est bonne à prendre je pense parce qu'on est vraiment au point mort en Europe. Et donc avoir les deux ce ne serait peut-être pas une mauvaise chose. Mais vraiment d'un point de vue international, moi je crois que vraiment pour centraliser les capitaux ne fut-ce que d'un point de vue bêtement notoriété, avoir un EASDAQ européen puis faire vraiment comprendre aux Américains qu'on est quand même présents ça aurait du sens. Maintenant avec les réglementations européennes qu'on connaît bien sûr...parce qu'il ne faut pas non plus perdre notre identité

C. F. : Oui, on a quand même des pays qui sont super différents par rapport aux États-Unis où les états sont quand même...

J-M E. : Oui. Oui oui ça c'est le problème de l'Europe principal hein... C'est problème politique maintenant moi ce que pense toujours c'est que le politique ne fera jamais évoluer l'économie, c'est-à-dire que si on attend toujours que la politique fasse changer le monde...d'un point de vue économique on risque d'attendre très longtemps. Donc voilà, le politique par définition il est là pour gérer la continuité et là on voit bien que pour le moment il réagit plutôt que ce que il n'anticipe. Alors que ce que moi on m'a enseigné c'est que la gestion c'est quand même un minimum à minima prévoir on n'est plus du tout dans la prédiction on est plutôt dans la réaction donc par conséquent le politique j'y compte pas trop je crois qu'il faut... Aux États-Unis finalement quand on voit les réactions de Trump elles sont quand même largement guidées par les lobbys, qui dit lobbys dit économie, et qui dit économie dit investissement donc par définition je dirais en Europe ça peut être la même chose maintenant il faut aussi que les gens comprennent...mais ça c'est le message que j'essaie de faire passer, leur importance dans l'investissement voilà. Tout se rejoint hein finalement. Mais l'EASDAQ en tout cas ça pourrait je crois aider les entreprises ne fut-ce que...bon on a eu BlaBlaCar mais on en a eu d'autres qui sont partis aux États-Unis c'est une catastrophe. Voilà alors qu'on n'ait pas les mêmes avis en Pologne je peux vous dire...enfin je crois que très certainement c'est un peu le principe de la cupidité bête et méchante, le jour où ils vont comprendre qu'ils ont plutôt intérêt à investir et qu'ils vont voir que ça apporte une certaine prospérité...(C. F. : *ils vont continuer*) Ils vont peut-être commencer à se dire que finalement on va peut-être rentrer. Mais voilà, ça c'est un peu le message que j'essaie de porter.

C. F. : **Du coup si ce n'est pas une initiative politique ça devrait venir directement des bourses qui existent déjà ou... ?**

J-M E. : C'est compliqué. Je crois que déjà les entrepreneurs et les entreprises qui sont concernés par le secteur en priorité devraient peut-être faire valoir en tout cas que ben ils ne sont pas spécifiquement bien représentés avec une bourse généraliste comme on connaît toujours. Donc je pense que ça devrait venir quand même du secteur aussi, même si je crois

quand même que les marchés se rendent compte en Europe qu'il faut...les économistes en général se rendent compte que...qu'il y a quelque chose qui manque (*C. F. : Clairement oui*). Donc je crois qu'il y a une prise de conscience générale, alors cette prise de conscience générale qu'elle aboutisse après... Mais je ne pense pas que l'EASDAQ a été mis au point par des politiques à un moment donné, je crois que ce sera à peu près la même chose c'est-à-dire que à un moment donné la prise de conscience s'est faite ailleurs, elle doit se faire aussi elle doit se refaire (*C. F. : se refaire une deuxième fois oui*). Mais encore une fois c'est ça le problème, c'est qu'on est encore en retard de 20 ans par rapport aux États-Unis.

Voilà et donc à la limite si ça continue comme ça les Chinois vont nous faire un composite plus rapidement que ce qu'on pourra développer, ce serait relativement très très embêtant, très très embêtant.

C. F. : Ok ok. Je vais reprendre les questions...

J-M E. : Je ne sais pas si je répons correctement

C. F. : Oui oui c'est parfait, justement c'est vous qui m'aviez parlé de l'EASDAQ j'ai fait des recherches mais c'est intéressant d'avoir plus de détails

J-M E. : Oui pour moi c'est crucial, surtout en révolution industrielle, si on n'a pas de l'EASDAQ en révolution industrielle...vu ce serait quand même très fortement axé sur les nouvelles technologies ça pose problème quoi.

C. F. : Oui c'est ça. Et **pour en revenir à la multi-cotation est-ce qu'on pourrait avoir les mêmes bénéfices en faisant une multi-cotation en Europe ?** Parce qu'il y a aussi pas mal de sociétés qui se font coter par exemple sur Paris/Bruxelles ou Paris/Amsterdam

J-M E. : Ca dépendra finalement...là pour le coup ça va dépendre clairement des politiques, de la réglementation. Il s'agira qu'ils aient une réglementation qui soit attractive et pas castratrice, donc là ça va clairement dépendre aussi de Bruxelles, de Strasbourg et donc...sachant que effectivement ils ont quand même une philosophie assez droit de

l'homnisme, ce à quoi moi j'adhère complètement, et puis il s'agira d'être dans...(moi j'appelle pas ça l'égalité) dans l'équité en tout cas, parce que je crois que le problème dans la multi-cotation enfin moi ce que j'en retiens en tout cas c'est que je ne suis pas certain que les grands actionnaires décideurs soient logés à la même enseigne que les petits actionnaires. Et donc ça de ce point de vue enfin je peux me tromper d'ailleurs je me trompe très souvent mais je crois que...je crois qu'en Europe on essayera de faire en sorte d'être...sauf peut-être les pays de l'Est ou certains qui sont plutôt pro-Américains (je pense à la Pologne notamment) mais toute l'Europe essayera peut-être de faire en sorte d'harmoniser ça pour trouver des solutions pour les uns et pour les autres. Enfin la multi-cotation a permis quand même...au travers de la multi-cotation ça a permis quand même aux petits actionnaires quelque part de s'agréger en tant qu'aussi plaignant et puis de faire en sorte de joindre en tout cas les gros actionnaires sur le principe américain. Donc ça peut avoir des avantages maintenant d'un point de vue justice et application de la justice on peut se poser des questions. Mais en tout cas sur l'euro-péen je crois que oui de ce point de vue, en tout cas du point de vue juridique de voir comment l'Europe va réagir ça c'est vraiment un point d'interrogation, c'est un peu spéculatif pour le coup.

C. F. : Ok. Je pense qu'on a déjà répondu à pas mal... **Peut-être juste par rapport au NASDAQ et à la NYSE, une multi-cotation aux Etats-Unis apporte les mêmes avantages peu importe la place de marché ou bien il y a quand même...ça dépend du secteur peut être ?**

J-M E. : C'est-à-dire quand on voit l'évolution du Nasdaq et la rapidité d'évolution du NASDAQ...maintenant le *Dow Jones* c'est pareil il évolue aussi très très fortement très vite mais pour les sociétés technologiques certainement le Nasdaq est une des meilleures options par rapport au *Dow Jones*. Maintenant pour les autres c'est un plus compliqué, je veux dire si...je vais prendre un fleuron par exemple de chez nous qui n'est plus chez nous mais enfin bon bref si on prend le cas de par exemple Delhaize à la limite, être coté sur le *Dow Jones* je pense que ça avait du sens pour son développement à l'international et notamment sur le continent américain. Donc...parce que effectivement comme...je pense la culture aux États-Unis est totalement différente de la nôtre c'est-à-dire que quand les marchés augmentent les gens deviennent de plus en plus...un peu plus riches, ici les marchés augmentent ça fait absolument pshit quoi, ça fait rien du tout enfin ça fait pshit c'est...aucun effet parce que les

gens en fait ne se rendent pas compte que les boîtes pour lesquelles ils travaillent sont la plupart du temps aussi cotées, et que en se levant la matin ils prennent le risque d'avoir plus leur boîte éventuellement, être soumis à des OPA, enfin la même chose qu'ailleurs et donc ils ne prennent pas en considération ce petit détail qui semble quand même un peu essentiel. Et donc il permet aux États-Unis certainement le...je pense que le fait de vouloir s'ouvrir aux États-Unis pour les grosses boîtes que je viens d'évoquer d'ailleurs, faire l'économie de la multi-cotation aujourd'hui ça pose question. Ça pose question, bon maintenant d'un autre côté comme je l'ai dit je pense que la réglementation etc, l'extra-territorialité du droit américain freine un peu et peut-être se tournent-ils aussi vers un marché qui est hyper porteur qui s'appelle l'Extrême-Orient, qui pèse 4 milliards 400 millions d'humains et donc là...une croissance évidemment et une possibilité de consommer absolument extraordinaires.

Donc voilà, ils sont de plus en plus...je crois que les Européens ont compris aussi qu'il s'agit d'être présents (et heureusement d'ailleurs) aussi de ce côté-là du monde. Donc il y a pas mal de choses...je ne sais pas je pense qu'on ne peut pas faire abstraction aujourd'hui avec la technologie qu'on a (puisque le monde est devenu de plus en plus même pas un village un quartier)...de faire abstraction de ça. Avant on était entre nous, maintenant on n'est plus entre nous du tout donc se dire que c'est toujours comme avant c'est très très problématique pour l'investisseur. Uniquement se cantonner au marché américain qui pèse 330 millions d'individus...la question est peut-être dans la réponse et la réponse dans la question.

C. F. : Mais les réglementation sont tout aussi fortes au Moyen-Orient ?

J-M E. : Elles sont...je trouve qu'elles sont assez à géométrie variable on a du mal à percer un peu tout ce que pense...enfin tout ce qui se passe derrière le Bureau Central du Parti communiste, qui le saurait ? On ne sait jamais si la croissance est véritablement à 6,5 mais bon c'est le principe du...de l'Omerta mais... Ce qui est sûr en tout cas c'est qu'ils ont une croissance, qu'elle est en tout cas assez importante... Bon évidemment vu d'où ils viennent c'est peut-être plus facile que dans des pays industrialisés comme nous, mais le fait est que ces gens prennent des risques, ils ont un excédentaire annuel je crois que c'est autour de...c'est plus de 500 milliards de dollars à fonds perdus donc ces gens investissent, ce que nous ne faisons pas. Donc moi je suis éventuellement à la tête d'une entreprise à

l'international je me poserais peut-être les bonnes questions. Je regarde les Etats-Unis qui sont endettés à autant (de mémoire c'est 106%) et puis la Chine qui est à 64, je me pose les bonnes questions. Maintenant la Chine évidemment a un gros endettement peut-être des entreprises etc mais ils ont des leviers qu'on n'a certainement pas. Ils ont aggravé leur endettement de 20% mais l'endettement dans l'absolu n'est pas si grave quand il est maîtrisé. Et la Chine c'est quand même un potentiel absolument phénoménal de future classe moyenne. Aux Etats-Unis on arrive à saturation, tout le monde sait enfin ou alors on ne veut pas le savoir mais les États-Unis sont sur la fin du leadership mondial. Voilà donc de ce point de vue là faire l'économie de cette vision du paradis ne survivra excessivement pas longtemps.

C. F. : Oui ça va ok, je pense que c'est déjà pas mal. **Juste oui pour en revenir à la liquidité est-ce qu'il y a vraiment une grosse augmentation de liquidité au moment de la multi-cotation ?**

J-M E. : En tout cas c'est la volonté. (*C. F. : Oui c'est sûr mais...*) ben il faut voir effectivement...enfin je pense que ça c'est plutôt lié au marché domestique. C'est-à-dire que...enfin c'est un peu mon sentiment c'est-à-dire que quand on voit ses clients qu'on a en face de nous quand on voit par exemple une société qu'ils détiennent en ligne à ligne, c'est souvent des belges et donc oui les trois quarts du temps ce sont des boîtes belges [dans leur portefeuille] c'est rarement des boîtes américaines, enfin de temps en temps peut-être quand ils travaillaient...certains clients travaillaient chez General Electric et donc ils ont des General Electric dans leur portefeuille mais s'ils ont des sociétés...Solvay ou peut-être...aussi d'autres mais je veux dire ils ont principalement des boîtes belges. Donc il y a aussi le principe de liquidité présente dans le marché domestique, c'est absolument phénoménal. Et il y a a...c'est ce que je disais tout à l'heure il y a la théorie et puis alors il y a fatalement l'empirique. Dans l'empirique on constate quand même que beaucoup de gens aux États-Unis c'est pareil, c'est-à-dire qu'aux États-Unis ils ont du mal aussi à sortir de leurs entreprises nationales. Et donc le marché domestique demeure quand même...allez j'ai envie de dire la priorité quoi...de l'investisseur aujourd'hui et ça se remarque en tout cas moi je le remarque très fortement.

C. F. : **Du coup la liquidité resterait sur le marché domestique plutôt ?**

J-M E. : Oui, et puis par l'effet de la multi-cotation peut-être que...qu'ils vont arriver à drainer certains...une certaine liquidité locale. Moi je pense que la multi-cotation est plus pour ouvrir vers l'extérieur plutôt que...maintenant est ce que...alors ça c'est une question qu'on peut se poser aussi, est-ce que les titulaires justement domestiques c'est-à-dire les actionnaires locaux, donc par exemple si on va à la cotation aux États-Unis est-ce que les Américains ne sont pas privilégiés par rapport à... (et inversement en Europe) ne sont pas privilégiés par rapport aux tiers. C'est la question qu'on peut se poser, moi j'ai un peu l'impression que si mais c'est que mon impression ça n'engage que moi mais peut-être que les gens qui seraient susceptibles de prendre à la cote ou éventuellement d'investir dans des actions belges ben n'auront peut-être pas le même degré d'information alors que a priori c'est peut-être ça aussi qui...qu'il s'agit de faire, c'est-à-dire que la multi-cote permet normalement d'informer davantage, ça en tout cas c'est l'idée, une meilleure gouvernance, informer davantage, plus de transparence c'est un peu l'objectif. Et puis on se rend compte quand même que sur le marché domestique...et puis les gens...je crois que la proximité de l'entreprise fait que les gens se sentent peut-être plus informés peut-être à tort mais en tout cas c'est l'irrationnel qui... Donc la multi-cote l'idée moi je la trouve séduisante et intéressante, alors la réglementation on en a un peu parlé, le fait est aussi que l'investisseur est pas toujours spécialement rationnel et qui suit évidemment j'ai envie de dire le tracé d'une idée. Voilà mais euh...sur la liquidité je crois qu'il y a encore énormément de liquidité en domestique.

C. F. : Ok bah je pense que ça répond déjà à pas mal de mes questions, merci beaucoup d'avoir pu m'accorder du temps.

J-M E. : Avec plaisir.

Entretien n°5 : Olivier Limage

Notre interlocuteur était Monsieur Olivier Limage, Directeur *Corporate* chez BNP Paribas Fortis. Réalisé le 13 juin 2019 à 16h30, cet entretien a duré environ 45 minutes et a eu lieu au siège belge de BNP à Bruxelles.

Spécialiste en Corporate Finance, M. Limage a plus de 15 ans d'expérience internationale dans les M&A, les *Equity Capital Markets* et les *Debt Capital Markets*. Il occupe la fonction de Directeur *Corporate* depuis un an et demi, ce qui l'amène à participer régulièrement à des levées de fond voire à des IPO.

Clara François : Bonjour, merci d'avoir accepté de participer à cet entretien.

Olivier Limage : De rien c'est un plaisir

C. F. : Du coup je suppose que vous avez déjà pris connaissance des questions ?

O. L. : Oui je les ai survolées hier en effet. On peut passer les questions en revue certainement, ce qui serait utile c'est que tu me rappelles un peu, brièvement le contexte de ton mémoire.

C. F. : Oui c'est ce que j'allais vous proposer.

O. L. : Est-ce que tu as des hypothèses sur lesquelles tu es partie, enfin je veux dire qu'est-ce qui a guidé ton choix et qu'est-ce que tu cherches à démontrer, et puis ensuite moi comme je te l'ai dit le marché des actions et des cotations ce n'est qu'une très petite partie de mon travail...(C. F. : *Oui oui je sais bien mais vous m'aviez déjà parlé d'éléments intéressants*)...donc je répondrai sur base de mes capacités, et s'il était utile d'avoir une discussion un petit peu plus pointue avec un véritable spécialiste des produits alors je pourrais éventuellement essayer d'arranger une brève conversation téléphonique avec Antoine Leblo qui est en charge de nos activités CM donc Capital Markets pour le Benelux et les pays nordiques. Il est français, il nous a rejoint il y a environ un an et il vient de chez Goldman Sachs donc...

C. F. : Ok ah oui donc il est bien compétent. Donc en fait le mémoire il est divisé en trois grosses parties. Donc la première c'est la partie théorique où là j'ai vraiment fait une recherche sur les avantages liés à la multi-cotation aux États-Unis et surtout par rapport au retour qui a été observé dans les années 2010 il y a pas mal de sociétés qui étaient multi-cotées qui sont revenues donc la première partie c'est vraiment essayer d'analyser pourquoi est-ce que tout d'un coup il y a eu ce mouvement de retour et donc ben j'ai trouvé des

arguments dans la théorie et de ces arguments-là découlent mes hypothèses. Après j'essaye de les confronter avec ce que les praticiens pensent maintenant pour voir si les arguments sont les mêmes. Voilà donc ça c'est vraiment la première partie, et ensuite je cherche à voir si aujourd'hui c'est encore intéressant, par rapport à 2010 est-ce que ça encore changé ou est-ce que c'est toujours pas aussi intéressant que dans les années 90. Et la troisième partie c'est si c'est encore intéressant, qu'est-ce qu'il faudrait faire en Europe pour garder nos sociétés prometteuses sur les places européennes plutôt qu'elles aillent se faire coter aux États-Unis.

O. L. : D'accord. Qu'est-ce que tu en penses ?

C. F. : Je ne sais pas si je ne risque pas de vous influencer en disant...

O. L. : Ah non je ne me laisse pas facilement influencer (rires)

C. F. : Ok ça va. Donc les quatre arguments principaux c'était...d'abord l'accès aux capitaux par rapport à une meilleure visibilité aux États-Unis et avoir accès aux capitaux américains. Donc la raison du retour liée à ça serait par rapport au fait que grâce à la globalisation des marchés au final on a déjà des investisseurs américains ici sur les places européennes et donc ça ne se justifie plus autant qu'avant d'aller les chercher là-bas. Mais à côté de ça la visibilité qu'une cotation aux États-Unis donne reste quand même un argument en faveur de la multi-cotation, donc ça c'est un peu plus nuancé à ce niveau-là.

O. L. : D'accord

C. F. : Le deuxième argument pour le retrait c'était les réglementations Sarbanes-Oxley qui ont fortement augmenté le coût et qui ont aussi renforcé les contrôles des actionnaires majoritaires qui ne peuvent plus faire autant...faire autant que ce qu'ils pouvaient avant donc ça c'était aussi...un facteur de retour. La troisième...c'est lié à la liquidité ça on en avait parlé un peu la dernière fois, au final c'est un des avantages recherchés quand on y va mais pas mal d'études démontrent qu'au final ce n'est pas toujours...la liquidité n'est pas toujours augmentée quand on va chercher une cotation aux États-Unis. Et la quatrième c'est la

valorisation, pareil on essaye d'avoir une meilleure valorisation et au final parfois ça ne fonctionne pas vraiment. Voilà donc ça c'est les quatre arguments vraiment que j'ai trouvés.

O. L. : Tout à fait, et je pense que...il y a beaucoup de vérité là-dedans. Ici on parle de double cotation, à la base qu'est-ce qu'on recherche dans une cotation déjà ? Dans une simple cotation on cherche...à lever des capitaux, donc trouver des investisseurs qui ont les liquidités nécessaires, pour pouvoir lever les fonds lors de l'entrée en bourse. On cherche également à maintenir une certaine liquidité dans des échanges d'actions dans le futur de façon à avoir une valorisation qui soit plus transparente, généralement meilleure hein les titres les plus liquides ont tendance à être mieux valorisés parce qu'ils sont plus faciles à acheter et vendre, et également pour le futur ça donne une source de capitaux qui est ouverte et relativement facile à accéder, que ce soit pour lever des capitaux liquides en cash pour une augmentation de capital ou comme monnaie de transaction, acheter d'autres entreprises par l'émission de nouvelles actions en échange.

Alors par rapport au fait de trouver des investisseurs, je pense clairement qu'il y a une chose qui est de plus en plus vraie c'est que les investisseurs sont de plus en plus globaux. Donc quand on fait des entrées en bourse ici en Europe, on a beaucoup d'investisseurs américains qui participent. Et donc il n'est plus nécessaire d'aller se coter aux États-Unis pour avoir des investisseurs américains. D'un autre côté, il n'y a qu'une partie des investisseurs américains qui investissent à l'international donc ça réduit je vais dire le paysage d'investisseurs auquel on a accès, donc il est clair que de procéder à une cotation aux États-Unis ça peut aider à avoir un accès plus direct à un pool plus large d'investisseurs, mais je pense que la réalité (et ça c'est purement mon impression mais j'en suis assez persuadé) c'est que les investisseurs américains veulent s'ils investissent dans une société qui se cote disons sur le Nasdaq (parce que c'est un marché de choix pour les entreprises de croissance, technologiques et autres) généralement ils voudront quand même avoir un certain angle américain dans la société. Et donc être purement une société européenne voire belge qui simplement cherche à être cotée aux États-Unis, il va être difficile de créer ce rapport, de dire « oui je me cote au Nasdaq mais en fait vous ne me verrez jamais, je parle pas bien anglais » et... (rires)

C. F. : Oui alors ça ne se justifie pas

O. L. : Oui et donc c'est tout de suite beaucoup moins intéressant donc... Les sociétés qu'on voit se coter aux États-Unis, aujourd'hui les sociétés européennes qui vont se coter aux États-Unis, j'ai eu un exemple récemment, un client qui voulait rentrer en bourse et qui nous a dit « non non je ne vais pas le faire en Belgique, je suis une société biotechnologique je vais aller le faire aux États-Unis ».

C. F. : D'accord, donc là ce n'était même pas une multi-cotation c'était une première cotation ?

O. L. : Oui la première cotation serait aux États-Unis. Pourquoi ? Parce que de un ces sociétés de croissance ont un profil peu plus risqué, dans les premières années de leur développement avant d'entrer en bourse elles doivent lever des capitaux privés généralement donc du *Venture Capital*. Or le *Venture Capital* en Europe...

C. F. : N'est pas super développé (rires)

O. L. : Non voilà (rires) on va dire il n'est pas très bon, restons polis mais on pourrait employer des mots beaucoup plus forts. Donc ça pose un gros problème ces sociétés-là donc quand elles sont en croissance, qu'ils veulent lever des capitaux, bien souvent on doit faire appel à des investisseurs américains, qui eux sont beaucoup plus prêts à faire ce genre d'investissement, qui sont très contents d'avoir le champ libre en Europe et donc ils vont rentrer dans les sociétés avant leur cotation, et le jour où ils arrivent à la question d'une cotation ces investisseurs-là...non seulement parce qu'ils ont...il y a une certaine préférence naturelle pour les États-Unis, un certain chauvinisme mais surtout aussi parce qu'en effet les sociétés ont tendance à être mieux valorisées aux États-Unis qu'en Europe, ça reste vrai en général. Donc ces investisseurs vont pousser pour avoir une cotation aux États-Unis, Du coup ce qui arrive de plus en plus c'est qu'elles optent pour un listing unique, seulement aux USA. Donc ça c'est une chose.

Deuxième chose, dans le cas de la biotech ici en question, donc en effet elle avait des investisseurs américains, de plus ses marchés de croissance, là où elle pouvait réellement...je vais dire générer des bénéfices par la vente de ses produits, c'était les États-Unis. Pourquoi ?

Parce que c'est là-bas qu'on dépense le plus dans les soins de santé qui sont très chers donc ça veut dire qu'il y a plus de bénéficiaires

C. F. : Forcément oui. Donc puisqu'il comptait se développer aux États-Unis la cotation se justifiait.

O. L. : Oui donc voilà le fondateur lui-même a déménagé aux États-Unis, et est allé installer une branche enfin un bureau local pour...des laboratoires et ce genre de chose, et donc établir un petit peu cet angle américain qui facilitera la cotation en même temps. Donc voilà c'est ça qui a justifié en fait de carrément choisir pour les États-Unis.

Donc ça ce sont différents facteurs qui peuvent influencer, mais alors pourquoi faire une simple cotation aux États-Unis et pas faire une double cotation Belgique/États-Unis ? En réalité je pense que en effet il y a une grosse vague de doubles cotations il y a une quinzaine d'années si pas une vingtaine d'années parce que on s'est dit « ah bah on va aller un petit peu attirer d'autres investisseurs, voir si on sera un peu mieux valorisé, chercher un peu plus de liquidité » ce genre de chose, mais en réalité si on a une liquidité disons de 100 avec une simple cotation, avec une double cotation on atteindra peut être une liquidité de 120, 130

C. F. : Oui donc pas grand-chose en plus au final

O. L. : Non, et ce sera sur deux échanges différents, sur deux marchés différents donc en fait on va se retrouver avec plus ou moins 60 -60 voire même dans beaucoup de cas on aura toujours 90 d'un côté et à peine 30 de l'autre et on voit que...je pense que si on fait la recherche c'est quasiment toujours le marché d'origine qui garde la majorité de la liquidité.

C. F. : **Ok, ça ça se vérifie dans les...dans la majorité des cas ?**

O. L. : Oui je pense qu'on peut vérifier ça dans les chiffres, que le marché d'origine est celui qui généralement garde la liquidité, et faire des doubles cotations il y a beaucoup de sociétés qui l'envisagent en se disant « ça va m'apporter une solution, je vais trouver des nouveaux investisseurs » mais la vérité c'est que si des investisseurs sont intéressés par la société ils

vont la trouver (*C. F. : C'est vrai*) Et s'ils n'étaient pas intéressés par la société au départ sur son marché d'origine, les chances qu'ils deviennent intéressés parce que tout d'un coup la société est cotée sur le Nasdaq ou autre sont relativement faibles.

C. F. : Oui ? Ca ne fait pas un espèce de « coup de pub » ou... ?

O. L. : Ca fait un petit coup de pub oui mais (*C. F. : pas suffisant ?*)...il faut toujours avoir un petit peu cet attachement, d'ailleurs dans certains cas il y a beaucoup de marchés qui demandent notamment à ce que le domicile de la société soit sur le territoire de façon à pouvoir être admis dans les indices principaux. Londres par exemple pour pouvoir faire partie des indices Footsie, il faut avoir la société holding établie au Royaume-Uni. Donc...le simple fait d'aller se coter sur un autre marché ne veut pas forcément dire qu'on va être intégré dans les indices. Aujourd'hui les indices jouent un fort rôle en termes de liquidité. Pourquoi ? Enfin en termes de liquidité ou en tout cas de demande pour les titres. Pourquoi ? Parce qu'il y a de plus en plus de fonds d'investissement passifs, qui simplement répliquent les indices, que ce soit des fonds traditionnels ou que ce soit des *trackers* qui sont cotés, et donc eux ont une obligation d'investir dans toute action qui est reprise dans un indice pour essayer de le répliquer et donc en général ça crée une demande assez importante si on est bien positionné. Donc on entre dans l'indice principal, on rentre dans un indice *mid-cap*, on rentre dans un indice sectoriel, on rentre dans un indice géographique, le plus d'indices...le plus grand nombre d'indices dans lesquels on peut être représenté le plus de demande il y aura de la part de ces investisseurs passifs. Donc ça...ça crée une demande automatique minimum, ce qui veut dire que le reste de la demande est concentré sur une plus petite partie des actions, donc plus grande tension compétitive et une valorisation potentiellement plus élevée.

Mais donc il faut pouvoir rentrer dans les critères d'admission des indices, et ce n'est pas forcément le cas quand on fait simplement une double cotation mais on n'a pas d'attaches réelles au local. Il y a des indices aussi beaucoup qui demandent des critères de liquidité, *free flows*, et autres choses et là on se retrouve avec un problème parce qu'on fait on a divisé la liquidité donc...

Ensuite tout à fait les États-Unis sont connus comme étant le marché qui coûte cher pour être coté. En termes de frais simplement des régulations, c'est énorme (rires). Donc il arrive un moment où il y a beaucoup de sociétés qui se disent « ben tiens est-ce que les avantages que je retire de la cotation valent tous les coûts » non seulement purement financiers mais humains enfin je veux dire en termes de...management ce genre de chose, de contraintes, à chaque fois qu'on veut faire une opération ça veut dire qu'on doit respecter d'autres règles en plus que celles qu'on a déjà et ça devient un casse-tête (*C. F. : c'est ça*) donc voilà je pense que en effet le Sarbanes-Oxley c'est un exemple il y en a bien d'autres. Même aujourd'hui pour les sociétés européennes on doit faire très attention par rapport aux règles américaines quand on veut lever des capitaux. Donc il faut rentrer dans certains critères bien particuliers en étant même coté en Belgique, par exemple pour l'IPO de Shurgard qu'on a faite l'année passée, on doit respecter...il y a des fenêtres qui sont prévues pour lever des fonds auprès d'investisseurs américains. Il faut respecter certaines règles en termes de nombre d'investisseurs qu'on contacte, la façon dont on les contacte c'est très complexe, d'ailleurs c'est mes collègues qui sont spécialisés là-dedans mais on doit faire très attention et ça c'est sans même être coté là-bas mais simplement pour que des investisseurs américains puissent investir ou qu'on puisse en tout cas aller faire le marketing auprès d'eux il faut absolument respecter les choses à la lettre. Donc c'est un problème par rapport au marché américain.

Et donc oui, ça fait que je pense qu'au fur et à mesure du temps bah les inconvénients ont progressivement dépassé les avantages, d'autant plus que les avantages ont progressivement disparu du fait que la liquidité n'était pas réellement là et qu'en fait l'accès aux investisseurs de plus en plus peut se faire à partir d'ici donc on voit dans les IPO européennes sur les marchés européens que les investisseurs américains représentent facilement 30 40 50 pourcents de la demande. En plus des progrès sont aussi faits en Europe, je pense par exemple à Amsterdam...donc ça ne vaut plus la peine d'aller chercher des frais aux États-Unis si on peut avoir pareil ici.

Donc voilà je pense que il reste un intérêt pour les sociétés d'aller se coter aux États-Unis mais ça doit être des sociétés qui ont des raisons très spécifiques généralement liées à leurs activités donc des sociétés plus technologiques, le marché américain est beaucoup plus attractif pour les sociétés technologiques comme la société biotech dont je parlais auparavant. Mais j'ai eu un autre client qui lui avait décidé « je vais aller à me coter au Japon,

j'ai des investisseurs japonais le marché pour mon produit est plus vers le Japon donc non je ne veux pas non plus le faire en Belgique, même si on a beaucoup de sociétés de biotech, je veux me faire coter au Japon ». Donc il faut je vais dire avoir des raisons bien particulières (C. F. : *Oui il faut que ça se justifie*) pour y aller, il faut avoir une taille qui est suffisante généralement ou carrément aller s'installer là-bas et déménager complètement. Et ça peut se justifier, dans des activités technologiques où la levée de capitaux est cruciale par rapport à la pérennité de l'activité et au financement de la croissance, c'est un facteur décisif. Si on aura beaucoup plus facile de lever des capitaux aux États-Unis et qu'il faut y déménager, on y déménage (rires), ne serait-ce qu'en partie, ne serait-ce que aller y mettre son *Head Office* et avoir un gros labo ou couper le labo existant en deux et le séparer mais euh... Et tout ce qui est évidemment digital est beaucoup plus développé là-bas, beaucoup mieux compris beaucoup plus accepté en tant que risque par les investisseurs et donc voilà

C. F. : Ok, donc ça se justifierait uniquement pour les sociétés technologiques au final, enfin pas que technologiques mais je veux dire dans ces secteurs-là ?

O. L. : Oui, et encore même certaines...il y a beaucoup de sociétés biotechs qui restent en Europe parce que elles ne sont pas si spécifiques, parce qu'elles sont dans un marché où on a quand même réussi à développer un petit peu de compréhension auprès de nos investisseurs, il y a des poches d'investisseurs qui sont intéressés et donc ça marche. Le marché de Bruxelles par rapport à la biotech est un très bel exemple, on garde quand même encore beaucoup de ces sociétés ici mais...pas toutes. Et tout simplement parce que moi très régulièrement je suis contacté par des collègues qui me disent « voilà je gère la relation journalière avec telle société biotech, aujourd'hui ils veulent lever 100 millions d'euros qu'est-ce qu'on peut faire ? ». Et je dois répondre... « rien ».

C. F. : Ah oui à ce point là

O. L. : Et là c'est en partie lié aussi à la banque, BNP Paribas en tant que banque n'a pas forcément une expertise particulière dans le secteur biotech et il y a des sociétés ou des boutiques de taille moyenne qui se sont un peu plus spécialisées là-dedans et qui donc sont mieux à même de le faire mais il n'en reste pas moins que voilà le paysage des investisseurs

qu'on peut contacter est plus restreint ici (C. F. : *Oui ça forcément*), là-bas c'est littéralement industrialisé donc forcément c'est intéressant pour une biotech d'aller là car elle se retrouve dans un environnement rempli d'autres sociétés biotechs et technologiques

C. F. : Oui c'est ça avec le Nasdaq c'est...

O. L. : Oui et avec la Silicon Valley et tout...le paysage de fonds de *Venture Capital* qui existe là-bas

C. F. : Mais ça c'est plus pour avant la cotation non ?

O. L. : C'est plus pour avant la cotation oui oui, mais ça entraîne pour le futur qu'on se retrouve sur une...dans une situation où une fois qu'on est partis aux États-Unis on y reste (rires)

C. F. : **Du coup avez-vous observé un regain d'intérêt pour le cross listing ?**

O. L. : J'ai vu des demandes passer, venant de certains de nos clients qui disent « voilà on voudrait faire un *dual listing* en Belgique, ou aux Pays-Bas ou... ». Il y a toujours des sociétés qui pensent que ça va les aider à résoudre leurs problèmes, notre vue est que à moins qu'il y ait des raisons très spécifiques et idéalement un événement qui permette de justifier... Idéalement on va allier une double cotation avec une levée de capitaux. En fait c'est un peu moyen de se coter et de dire « ah mes actions sont disponibles sur Euronext Amsterdam à partir d'aujourd'hui » ça n'aide pas beaucoup en termes de pub

C. F. : Oui c'est sûr. **Du coup vous pensez que...une multi cotation en Europe pourrait être suffisante ?** Enfin ça dépend un peu des conditions mais...

O. L. : Ca peut se justifier, ça peut se justifier, ça peut être lié à des évolutions de la société en elle-même donc par exemple si on regarde une société qui est cotée à Londres pour l'instant qui s'appelle Renewi, c'est une société de collecte et recyclage de déchets qui résulte de la fusion il y a quelques années d'un le groupe anglais Shanks et d'un groupe Bénélux s'appelant Van Gansewinkel. Van Gansewinkel, qui était privée, détenue par des fonds d'investissement,

avec quelques problèmes financiers, a été rachetée par Shanks, les Anglais. Ils ont fusionné et la société est renommée en Renewi. La réalité c'est que aujourd'hui les activités Bénélux de la société représentent la majorité du groupe et donc le groupe est en train de graduellement repasser plus vers un groupe belgo-hollandais et donc là ils envisagent de faire une double cotation, ils l'ont annoncé ils vont se coter à Amsterdam plus tard cette année-ci.

C. F. : Pour l'instant ils sont cotés à Londres ?

O. L. : Oui ils sont cotés à Londres donc c'est une plc. Ils pensent que ça va les aider à attirer l'intérêt d'investisseurs hollandais parce que c'est une société qui a un caractère plus hollandais.

Encore une fois notre recommandation est d'éviter de faire ça sans avoir un événement qui permette de faire la publicité de la société et de rencontrer d'autres investisseurs avec une véritable histoire. Parce qu'on peut toujours aller rencontrer les investisseurs et dire « bonjour je m'appelle Renewi en fait je ne suis pas anglais je suis hollandais, ou belge, et je vais venir me coter chez vous, est-ce que vous voulez acheter mes actions ? » Non mais si par contre on arrive en disant « voilà donc on va venir se coter ici à Amsterdam et en même temps on va lever des fonds parce que voici notre projet on veut faire de la croissance, on veut investir dans ceci cela » et donc là on a une véritable histoire, c'est une deuxième IPO. Donc on a plus d'intérêt et plus de chances d'avoir une véritable demande de la part des investisseurs.

Est-ce que la société va rester avec une double cotation, mon avis c'est que un jour la cotation anglaise risque de disparaître au profit de celle ici si ça marche aux Pays-Bas parce que s'ils se retrouvent avec très peu de liquidité...

En plus il y a aussi toujours le problème avec les doubles cotations des possibilités d'arbitrage et de la fongibilité des titres. Là je ne suis pas un grand spécialiste mais je sais que dans beaucoup de cas, une action cotée sur un tel marché ne peut pas forcément être échangée sur un autre marché. Parfois ça l'est, mais parfois ça ne l'est pas. Mais si ça ne l'est pas alors on se retrouve vraiment avec un problème parce qu'ils peuvent être utilisés comme moyen de conversion (c'est déjà arrivé quand la livre égyptienne est devenue inéchangeable dans d'autres monnaies, les investisseurs égyptiens achetaient des titres égyptiens, les changeaient

contre des titres cotés sur la bourse de Londres puis les vendaient comme ça ils avaient des livres anglaises). Ici si c'est le cas, si les actions de la PLC ne peuvent pas être échangées à la fois sur la LSE et sur Euronext Amsterdam ça va être difficile. Donc voilà est ce qu'il y a un regain d'intérêt non, je ne dirais pas qu'il y a un regain d'intérêt. Il y a une plus grande mobilité de la part des sociétés pour se coter à l'étranger mais pour le double listing très peu j'ai plutôt vu une continuation du retrait des sociétés. Si on regarde le Moyen-Orient, la société de ports de Dubaï qui s'appelle Dubaï World, Dubaï Ports World DPW cotée à Dubaï avait fait une double cotation à Londres et puis au bout d'un certain nombre d'années ils l'ont arrêtée parce que il n'y avait aucune liquidité à Londres. Ils avaient plus de liquidité sur le marché de Dubaï qui pourtant est quand même un marché microscopique (*C. F. : Ben oui c'est surprenant*) mais les gens qui étaient intéressés par l'action Dubaï Ports World bah peu importe qu'elle était cotée à Dubaï, ils allaient investir à Dubaï parce qu'aujourd'hui c'est très facile d'investir partout dans le monde, pour autant que ce soit permis par les critères d'investissement du fonds qu'on gère il n'y a plus de raison. Auparavant c'était peut-être plus compliqué parce qu'il fallait ouvrir des comptes, ouvrir des comptes c'était complexe il fallait signer des papiers on ne pouvait pas le faire électroniquement... Aujourd'hui un coup de fil, un peu plus mais...c'est facile à faire.

C. F. : Ok, si on passe à la comparaison des places de marché, **est-ce que vous pensez qu'aujourd'hui il est possible d'obtenir avec une multi-cotation en Europe les mêmes bénéfices que ceux retirés d'une multi-cotation sur le NYSE et sur le NASDAQ ?**

O. L. : Quand on dit multi-cotation en Europe ça veut dire qu'on est déjà une société cotée sur un marché européen et on irait chercher une autre cotation sur un autre marché européen ?

C. F. : Oui c'est ça donc Bruxelles/Paris, Bruxelles/Amsterdam...

O. L. : A priori, intérêt extrêmement limité. Je pense. Parce qu'encore une fois, quand on fait entrer en bourse une société ici à Bruxelles on va faire donc ce qu'on appelle un *roadshow*, qui est aller rencontrer les investisseurs, et qui commence des mois avant d'entrer en bourse, et bien on fait un très petit *roadshow* à Bruxelles, on fait un beaucoup plus gros *roadshow* à

Londres on va également à Amsterdam, on va à Paris on va à Francfort mais surtout aussi on va aux États-Unis

C. F. : Ah oui déjà, alors que c'est une cotation sur Bruxelles

O. L. : Oui. Évidemment peut-être moins s'il s'agit d'une toute petite société une toute petite PME mais oui. Alors avec une cotation en Europe les mêmes bénéfices que sur une cotation sur une NASDAQ...bah je pense personnellement qu'il y a assez peu de bénéfices à avoir une double cotation, qu'on ferait mieux de choisir la cotation qui convient le mieux à la société

C. F. : Oui, d'accord. Et n'en garder qu'une seule et voilà. Oui d'autant plus si vous parlez de...la liquidité pour vous du coup elle se divise entre les 2 places et en majorité, elle reste sur une seule. (*O. L. : Forcément, forcément, oui.*) Parce que un des arguments principaux c'était quand même d'aller...de garder la liquidité sur le marché domestique et en plus d'en avoir une qui se crée ailleurs.

O. L. : Mais oui mais ce, c'est une possibilité qui là-bas sera de 20, 30, 40% et en final, est-ce que les investisseurs vont...qu'est-ce que ça crée un manque de liquidité ? Ça crée des *spreads* élevés donc c'est un coût de *trading*. Si je veux acheter, vendre ma société, plus le *spread* est élevé, plus ça va me coûter. (*C. F. : plus ça coûte cher, oui.*) Donc, en final, si je vois que la société elle est sur le NASDAQ et que en fait... si je vais... sur la bourse de Bruxelles, j'aurai des *spreads* qui sont beaucoup plus petits parce qu'il y a plus de liquidité (*C. F. : ah oui.*) et bien en fait, moi en tant qu'investisseur je vais quitter le NASDAQ et je vais aller sur la bourse de Bruxelles. Donc, automatiquement, ça va encore plus s'assécher là-bas, ça va empirer le problème et donc on peut se retrouver avec toute la liquidité qui reflue vers...vers le marché le plus liquide. Tout ce qui restera sur le NASDAQ ou autre, ce sont des investisseurs qui n'ont pas ce qui ne passent que par-là, qui sont vraiment purement locaux. Ce sont des investisseurs privés, des investisseurs purement nationaux, parce qu'il y a des fonds qui sont obligés d'investir dans des actions nationales ou ce genre de choses. Mais ce sera (*C. F. : Oui, du coup ça n'apporte pas tellement de gain*) et ce sont plus des investisseurs qui sont moins... qui *tradent* moins et donc... oui. Parfois des titres qui sont bien liquides avec une cotation unique deviennent parfois illiquides avec une double cotation, donc il faut être prudent

C. F. : Ok. Pensez-vous qu'il est indispensable pour les sociétés technologiques de se coter sur le NASDAQ en plus de leur cotation domestique ?

O. L. : Généralement je dirais, c'est plutôt aller vers le NASDAQ (*C. F. : Oui. Ça c'est ce que vous disiez*) Mais ce n'est pas toujours nécessaire, ce n'est pas toujours nécessaire. (*C. F. : Oui, c'est ça*) On a beaucoup de sociétés biotechs en Belgique, on a des sociétés magnifiques comme Adyen (*C. F. : Oui, c'est à celle-là que je pensais*) qui est restée cotée à Amsterdam, on a aussi de belles sociétés qui rentrent en bourse à Paris. Donc ça commence à se développer et, absolument, je pense que l'Europe doit absolument...(*C. F. : continuer*)...essayer de dynamiser cet aspect-là. Euronext est très occupé avec les activités de *tech shares*, les *family shares* et ce genre de choses pour garder les sociétés ici et éviter qu'elles ne s'en aillent parce qu'autrement on va se retrouver avec... complètement distancé parce que une fois qu'on part là-bas pour les capitaux, on a tendance à dilapider une partie des activités ce qui fait que le capital intellectuel technologique européen diminue (*C. F. : Ah bah oui c'est sûr. Alors que de base on quand même un bon capital à ce niveau-là donc...*)...oui on a des gens qui sont très bien éduqués, on a des gens qui sont tout à fait créatifs... mais qui aujourd'hui s'ils veulent se lancer, ils ont plus de chances d'aller aux États-Unis. Voilà.

C. F. : Oui. Mais est-ce que vous pensez qu'il y a une place en Europe qui se distingue vraiment au niveau...enfin qui pourrait rattraper le NASDAQ si elle continue dans ce sens ou c'est juste qu'il y a des efforts un peu partout ?

O. L. : Euh.... Il y a des efforts qui sont un peu partout. De toute façon Euronext reste un groupe (*C. F. : Oui.*) Si ça tombe, à terme, on aura plus que Euronext Paris et Amsterdam vu que... Bruxelles est peu à peu étouffé, de façon volontaire (*C. F. : Ah oui?*) Euronext est une belle plateforme, il y a la LSE qui est une magnifique plateforme aussi qui attire beaucoup aussi de sociétés étrangères, beaucoup de sociétés du Moyen-Orient sont venues se coter à Londres parce que c'est une bourse qui accepte les sociétés étrangères donc il y a... tout un éventail d'investisseurs qui sont tout à fait ouverts à investir dans des sociétés russes, saoudiennes ou autre. (*C. F. : Ah oui. Donc ils sont plus prêts à prendre des risques à Londres que dans le reste de l'Europe ?*) Oui. Parce que ça s'est développé, c'est un marché qui s'est développé là-bas. C'est un marché qui est très visible la LSE. (*C. F. : Oui oui, c'est sûr*) c'est un des plus beaux

marchés du monde, c'est bien au-dessus de Paris, d'Amsterdam et même de Francfort, la bourse de Londres est beaucoup plus proche en termes de qualité, de reconnaissance, de visibilité, de liquidité beaucoup plus proche du NYSE ou du NASDAQ. Mais l'Euronext se développe bien et je pense que ce qu'ils veulent c'est en fait consolider...logiquement en bout de course il devrait y avoir Euronext, pas Euronext Amsterdam, Euronext Paris et maintenant ils investissent dans les bourses nordiques ils ont également quelque chose en Irlande c'est bien. Tu prends la Deutsche Borse ce serait bien un jour une fusion avec Euronext.

C. F. : On a failli mais ... **ça rejoint un peu la dernière question que je posais, je ne sais pas si vous savez ce que c'est l'EASDAQ et l'Euro NM ?**

O. L. : Eh oui je suis passé par NASDAQ Europe comme ça a été renommé un moment avant la fermeture, j'ai fait un stage, un job d'été là-bas. Euro NM, c'est le nouveau marché, c'est ça ? C'est ce qui s'appelle Alternext ou...

C. F. : Euro NM ça n'existe plus c'était en fait les nouveaux marchés qui se sont créés un peu partout qui s'étaient regroupés en une espèce de réseau (*O. L. : je ne connais pas*) ça n'a pas duré très longtemps en fait, un peu comme l'EASDAQ ça a été une tentative d'avoir un réseau européen mais...

O. L. : Oui mais l'EASDAQ qui a été racheté par NASDAQ quand il a été fermé c'était purement destiné à des sociétés petites, de croissance et ce genre de choses, et là c'est malheureusement un problème, il n'y a pas d'investisseurs en Europe. Si on parvient à séduire les investisseurs locaux, on a le goût local la fierté un peu de chauvinisme on joue beaucoup sur le chauvinisme pour les investissements et ça aide c'est une bonne chose. Ensuite à côté de ça il y a quelques niches qui se sont développées à gauche et à droite et donc ça aide aussi comme je disais en Belgique, à Paris cette société espagnole qui venait se coter à Paris parce qu'il y a des sociétés plus comparables, c'est un point important. Quand un client vient nous voir il ne vient pas nous voir en disant, ou rarement, je veux faire une IPO à Euronext Bruxelles mais je veux faire une IPO où est-ce que je devrais aller ? Et là on met les bourses les unes à côté des autres avec différents critères et un des critères les plus importants c'est la présence de sociétés comparables, parce que c'est beaucoup plus simple.

C. F. : Oui c'est logique et ça aide au niveau de la valorisation je suppose ?

O. L. : Au niveau de la valorisation mais tout simplement au niveau de l'intérêt des investisseurs c'est beaucoup plus simple. Mais donc EASDAQ, NASDAQ, Euro NM, on a toujours beaucoup de mal, Euronext continue à soutenir son truc internet, en France, ça marche mais ce n'est pas non plus un succès

C. F. : Vous voyez quelque chose qui serait utile de faire en Europe ? Est-ce qu'il manque vraiment quelque chose qui justifie que ce soit si attractif aux États-Unis ?

O. L. : Faudrait qu'on donne des incitants aux investisseurs pour mettre leur argent dans ce genre de chose. Le jour où on a développé une certaine familiarité avec ce genre d'investissement il n'y aura plus besoin d'avantages fiscaux ou autres mais pour l'instant on a besoin de ça parce que les gens ne sont pas familiers avec les investissements plus risqués dans des sociétés, plus petites, de croissance voire privées. Et d'ailleurs il y a des solutions qui se développent pour faciliter les investissements dans des sociétés privées et de croissance et tout ça. Il y a des solutions et des avantages fiscaux qui sont donnés on doit faire plus ça. Le jour où les gens auront pris l'habitude ils vont se rendre compte que d'un point de vue de diversification, d'un point de vue de rendement ça en vaut la peine, et donc ils le feront mais aujourd'hui ça n'en est pas là.

C. F. : Oui puisqu'ils ne sont pas incités à le faire ils ne prennent pas le risque ?

O. L. : Non. Les gens qui ont la capacité et la volonté de le faire ce sont les grosses fortunes et eux ils gèrent leur argent et ils préfèrent aller chercher des sociétés aux États-Unis parce que c'est plus attirant.

C. F. : Bon d'accord, je crois que ça répond déjà à pas mal de mes questions.

O. L. : Mais je pense en effet que le pouvoir politique doit être sensibilisé à cette question parce qu'on est vraiment à risque de perdre une guerre importante. Aujourd'hui l'Europe en

termes de *dotcoms* et de sociétés technologiques vaut zéro par rapport aux États-Unis et par rapport à l'Asie également or c'est là que se trouveront les places de l'avenir.

C. F. : Oui clairement. Bien je ne sais pas si vous aviez quelque chose à ajouter, moi je pense que j'ai tout ce qu'il me fallait

O. L. : J'espère que c'était utile, encore une fois j'ai donné mon avis personnel mais pas forcément toujours d'expert, c'est sur base de ce que j'ai vu

C. F. : Oui, en tout j'ai huit interviews, donc ça permet vraiment de confronter tous les avis, enfin il y a aussi des interviews de sociétés qui sont multi-cotées donc c'est un peu l'autre côté du miroir

O. L. : D'accord, et qu'est-ce qu'ils disent ?

C. F. : La raison principale c'est l'accès aux capitaux, l'accès aux investisseurs américains, plus de visibilité, c'est nécessaire de se faire connaître là-bas pour avoir les investisseurs. Parce que apparemment même ceux qui viennent ici ils sont quand même demandeurs, ils disent « je suis intéressé par votre entreprise mais quand est-ce que vous venez vous faire coter aux États-Unis ? »

O. L. : Oui mais est-ce que ces sociétés-là éventuellement envisagent d'arrêter leur cotation ici pour aller là-bas ou est-ce qu'ils se disent simplement finalement ce n'est pas très cher d'être coté en Europe vu qu'on est déjà basé ici on répond déjà à beaucoup de règles et donc on va toujours le garder car on n'a pas envie de trahir notre pays. Mais est-ce qu'ils en retirent une véritable utilité de la cotation qui reste en Europe ?

C. F. : Ca c'est vrai, pour l'instant je n'en ai interviewée qu'une qui n'était pas encore multi-cotée mais qui l'envisageait (*O. L. : D'accord*) donc là la question ne se posait pas encore vraiment. Mais c'est vrai que je pense que je vais poser cette question c'est une bonne idée. Parce que oui ils sont multi-cotés, c'est sûr ils sont aux États-Unis mais je ne sais pas du tout s'ils envisagent aussi de quitter la place européenne ou de rester sur les deux.

O. L. : Oui ou même s'ils n'envisageaient pas de la quitter c'est pourquoi pas ? Est-ce qu'ils en retirent quand même toujours des avantages ou est-ce que c'est simplement parce que ben ça coute pas cher c'est facile on préfère garder notre drapeau de société belge

C. F. : Oui c'est ça mon mémoire ne se concentre que sur les sociétés belges et du coup il n'y en a pas énormément. J'ai des contacts dans toutes celles qu'il me fallait mais ...

O. L. : Mais donc les doubles cotations...ben on a eu cette société...zut j'ai oublié le nom...cette société belge qui est spécialisée dans la fonderie de semi-conducteurs et qui il y a quelques années est allée se coter en France à Paris... [cherche sur son téléphone] X-Fab...qui était belgo-allemande, ils sont allés se coter à Paris. Mais là ce serait bien de se poser la question et de voir quelles étaient un petit peu les raisons qu'ils ont mentionnées à l'époque. En fait c'est BNP qui a fait l'IPO.

C. F. : Ah oui ok. Mais eux ne sont pas multi-cotés aux États-Unis ?

O. L. : Non et ici un article de L'Echo sur « comment Roland Duchatelet et compagnie introduisent un groupe allemand sur Euronext Paris ». En fait leurs usines sont en Allemagne et ils sont allés se faire coter à Paris. « Pourquoi avoir choisi d'entrer sur Euronext Paris ? »
« Nous voulions une bourse européenne, Paris nous a semblé un bon choix il y a une belle communauté d'investisseurs sur la place et un grand appétit pour les IPO » c'est assez...
(C. F. : *Oui c'est assez vague mais...*) Mais peut-être que je ne connais pas suffisamment la bourse de Paris mais il y a peut-être plus de sociétés comparables sur la bourse de Paris (C. F. : *oui c'est ça, ça dépend de l'activité*) Peut-être que la bourse allemande elle est plus industrie et ce genre de choses, Paris peut-être un peu plus tech je ne saurais pas dire

C. F. : Ok je pense que ce n'est déjà pas mal

O. L. : Très bien, ben si il y a quoi que ce soit ou si plus tard tu as besoin d'éléments plus techniques tu me recontactes et j'essayerai d'arranger quelque chose avec la personne que je te disais.

C. F. : Super merci beaucoup !

Entretien n°6 : Patrick Jeanmart

Notre interlocuteur était Monsieur Patrick Jeanmart, ex-CFO de Celyad. Réalisé le 25 juin 2019 à 17h, cet entretien a duré environ 30 minutes et a eu lieu par téléphone.

Créée en 2004, Celyad est une société biopharmaceutique belge spécialisée dans la thérapie cellulaire et le traitement des maladies cardiaques. Elle est entrée sur Euronext Bruxelles et Paris en 2013, puis sur le NASDAQ en 2015. M. Jeanmart en a été le CFO pendant 11 ans, de 2007 à 2018. Il a donc supervisé les deux IPOs de l'entreprise et il a participé aux différentes levées de fonds qui ont suivi. Dans ce cadre, il était notamment chargé d'assurer la conformité de leur comptabilité avec les IFRS et le *Sarbanes-Oxley Act*. Il a également collaboré avec le management de l'entreprise pour définir leur stratégie financière et leurs objectifs de développement.

Clara François : Est-ce que ça vous dérange si j'enregistre l'appel ?

Patrick Jeanmart : Non non vous pouvez y aller

C. F. : Ça va parfait. Ce que je vous propose c'est peut-être de d'abord vous résumer un peu le sujet du mémoire, et puis qu'on passe aux questions.

P. J. : Parfait

C. F. : En fait, le mémoire est divisé en deux parties. La première partie c'était d'abord de voir un peu pourquoi est-ce que certaines entreprises qui étaient multi-cotées aux États-Unis sont revenues vers leur cotation en Europe dans les années 2010, parce qu'il y a une grosse vague de retours qui a été observée à ce moment-là. Donc bon après ça ce n'est pas la partie qui concerne vraiment votre interview. La deuxième partie c'est plus essayer de voir pourquoi est-

ce qu'encore aujourd'hui on a quand même encore des sociétés belges qui sont multi-cotées aux États-Unis, voir un peu les motivations et pourquoi est-ce que ce serait encore intéressant. Et donc c'est là que vous intervenez (*P. J. : Très bien*)

Du coup... oui, est-ce que vous pouvez commencer par me résumer les raisons qui vous ont donné envie d'aller chercher une cotation aux États-Unis ?

P. J. : Alors peut-être avant cela les raisons pour lesquelles on s'est fait coter sur Euronext d'abord et pas directement sur le NASDAQ.

C. F. : Oui

P. J. : Aujourd'hui il y a de plus en plus de sociétés qui réfléchissent à aller directement...donc de sociétés européennes qui réfléchissent à aller directement sur le NASDAQ... (*C. F. : ah oui, ok*) oui c'est une tendance qui...que moi j'observe de plus en plus en France et en Belgique

C. F. : D'accord

P. J. : Je pense que c'est pour de mauvaises raisons mais voilà c'est une tendance donc il faut en être conscient. Donc nous en fait on s'est posé la question mais il y a une règle de base quand on veut faire une entrée en bourse c'est qu'il faut être connu des investisseurs là où on veut être coté. Donc si on veut être coté sur la place de Bruxelles-Paris donc Euronext (*C.F. : Oui*) ben quelque part je dois en préparation de l'entrée en bourse avoir fait un, deux, trois *roadshows* donc des réunions préparatoires organisées par les banques pour en gros se faire connaître. Pas vraiment faire connaître son intention mais voilà plutôt dire « bah voilà mon projet voilà ce que je fais, est-ce que potentiellement ça vous intéresse ? » et essayer d'identifier un peu des marques d'intérêt. Donc, c'est un double objectif, d'une part se faire connaître et deuxièmement essayer de susciter une marque d'intérêt.

C. F. : Ok

P. J. : Donc si on veut aller directement sur le NASDAQ il faut au minimum six mois avant l'entrée en bourse que le management soit présent la plupart du temps aux États-Unis pour... donc le management c'est le CEO et le CFO, pour se faire connaître voire déménager là-bas.

C. F. : Ah oui, carrément ! Ok

P. J. : C'est un exercice assez intensif et donc nous assez rapidement donc heu sur base de ces prérequis on a dit on n'a pas trop le choix, on n'a pas le luxe de pouvoir aujourd'hui, je parle de ça en 2013, aller s'installer aux États-Unis délocaliser une partie du management et donc on regarde Euronext. Alors on a regardé Euronext Bruxelles, on a été la première société à demander le *dual listing* entre Paris et Bruxelles donc c'est un élément technique mais ça permet d'avoir une double cotation Bruxelles-Paris et d'avoir un seul livre d'ordre de consolidation donc ça c'est intéressant maintenant je pense que toutes les biotechs systématiquement le font.

Et alors pourquoi...donc ça c'était la première partie de la réponse maintenant pourquoi est-ce qu'en 2015 on a été sur le NASDAQ...ben pour une raison assez simple... Au départ fin 2014, on a acheté une deuxième plateforme technologique. Donc on a exploité une première plateforme qui était dans le cœur, donc pour l'insuffisance cardiaque et on a acheté... on a voulu se diversifier et on a acheté une deuxième plateforme technologique qui est pour le traitement des cancers. Il se fait que c'est un domaine assez porteur aux États-Unis. Il y a énormément de sociétés qui développent des projets intéressants avec de très bons résultats et donc il y a un engouement de la part des investisseurs assez important aux États-Unis. (C. F. : *D'accord*) Donc lorsqu'on a acheté cette plateforme technologique on est allés à une grande conférence bancaire qui s'appelle la JP Morgan Conference à San Francisco. Cela se fait chaque année en janvier, on y va chaque année et là en fait on a eu beaucoup de demandes de la part de fonds américains de faire une transaction parce qu'ils voulaient rentrer dans le capital de la société et donc on a fait ces transactions en deux temps. On a d'abord fait un placement privé pour essayer d'identifier de l'intérêt américain et vu qu'on avait beaucoup d'intérêt on a fait 3 mois plus tard une entrée en bourse aux États-Unis donc sur le NASDAQ avec...évidemment les avantages c'est que on a pu lever beaucoup d'argent sans vraiment faire beaucoup d'efforts par rapport aux montants levés, maintenant après il

faut vivre avec une double cotation. Et ça c'est quelque chose qui est... qu'on a probablement sous-estimé

C. F. : Ah oui au niveau des coûts ou...

P. J. : Heu... ben au niveau des coûts non ça c'est facile à estimer, mais plutôt en termes de la gestion de la liquidité du titre (*C. F. : d'accord*) parce que en fait la liquidité est divisée par deux ou en tout cas elle est là où les titres s'échangent et on s'est vite rendu compte que les titres s'échangeaient sur Euronext et qu'il y avait très peu de liquidité sur le NASDAQ

C. F. : Ah oui ok

P. J. : Ce qui est ce qui est explicable par le simple fait que nous allons... quand on a émis de nouvelles d'actions on les a allouées à des fonds heu... donc quand vous faites une IPO ben vous avez un livre d'ordres et vous sélectionnez avec les banques à qui vous voulez distribuer les actions et on a choisi volontairement des actions de type ce qu'on appelle les *long only* donc des actions qui sont plutôt sur le long terme et qui investissent dans les fondamentaux d'entreprises plutôt que des spéculateurs. Dès l'instant où on investit dans les *long only* ben ce sont des fonds qui mettent ces actions dans leur portefeuille et qui éventuellement réévaluent tous les ans ou tous les deux ans, tous les trois ans l'opportunité de garder ça. Ce qui veut dire que ces titres ils ne circulent pas dans le marché

C. F. : Ah oui c'est ça et donc la liquidité n'est pas vraiment augmentée au final ?

P. J. : Absolument pas et donc en gros c'est ce qui explique qu'il y a très très peu de liquidité sur les titres Celyad aux États-Unis. Et donc en fait tous les échanges se font sur Euronext et alors évidemment le *downside* de ça c'est que la transaction suivante ben quand vous allez voir des actionnaires américains et que vous dites ben vous êtes coté NASDAQ ben ne regardent plus le référent donc la cotation Euronext ils regardent la cotation NASDAQ, ils voient que vous n'avez pas de liquidités et donc ça leur fait peur (*C. F. : Ah oui*) Donc voilà il faut ... il faut être... Je pense qu'après coup heu... bon à l'époque on avait une capitalisation de 5-600 millions d'euros, je pense que c'est le strict minimum pour y aller. Je pense qu'une

capitalisation supérieure est recommandable parce que la liquidité est divisée par deux et puis voilà une biotech elle peut perdre sa capitalisation très rapidement et ça devient encore plus compliqué après donc voilà il y a un certain nombre de choses qu'on a apprises et qui font que à refaire moi je ne suis pas sûr que je recommande au conseil d'administration de faire cette entrée sur le NASDAQ.

C. F. : Ah oui, à ce point là, ah oui oui ok... (*P. J. : oui oui*) **Vous pensez que vous auriez pu lever autant de fonds en Europe ?**

P. J. : Ben...c'est LA question. Je ne sais pas. Maintenant ce que j'observe c'est que...malgré tout...c'est vrai que les investisseurs aiment bien investir dans leur jardin comme on dit en anglais et donc ils préfèrent investir dans une société qui est cotée au NASDAQ parce que c'est en dollars parce qu'ils achètent en dollars et ainsi de suite. Mais bon si vraiment notre action... que la société soit basée à Bruxelles ou à Lisbonne ou à Amsterdam ils vont venir.

Mais donc, par contre, par rapport à votre question est-ce que on aurait pu avoir d'aussi gros tickets que ce qu'on a eu lors de l'IPO NASDAQ, je ne suis pas sûr. Une des raisons pour lesquelles, en fait c'est LA raison principale pour lesquelles...enfin il y en a deux. Les deux raisons principales pour lesquelles beaucoup de sociétés pensent à être cotées au NASDAQ, c'est 1 : l'accès au capital (*C. F. : hum, hum oui forcément*) il faut savoir que les fonds sont beaucoup mieux capitalisés là-bas et donc un fond qui gère 1 milliard ou 2 milliards ce sont de petits fonds aux États-Unis en Europe il n'y en a pas...qui gèrent un milliard ou deux milliards en biotech (*C. F. : Oui oui c'est sûr*). Et donc ces fonds là...mettre un ticket de 3 millions ils ne les mettent pas ils mettent un ticket de 20- 30 millions et donc quand vous voulez 100 millions, on se rend vite compte qu'il y a un effort beaucoup moindre à faire, il faut rencontrer beaucoup moins de parties aux États-Unis pour lever la somme alors qu'en Europe il faut rencontrer l'Europe entière (*C. F. : Oui je comprends bien*) donc ça c'est la première raison c'est l'accès au capital, un capital plus important.

La deuxième raison c'est la valorisation. Alors les valorisations sont effectivement un peu plus importantes aux États-Unis et ça va dans les deux sens c'est-à-dire que quand on a des bonnes nouvelles on est plus apprécié aux États-Unis, quand on a des moins bonnes nouvelles l'effet

retour il est plus important aussi. C'est lié en fait aux modèles de valorisation, les analystes ont des modèles de valorisation qui sont comment dire ... qui rémunèrent plus le risque mais heu mais donc ils rémunèrent plus les bonnes nouvelles, mais à l'inverse vous punissent plus quand il y en a des mauvaises.

C. F. : Oui c'est ça, c'est beaucoup plus variable du coup.

P. J. : C'est beaucoup variable maintenant évidemment l'analyste il va toujours regarder la bouteille à moitié vide et il va dire ben non, moi j'ai de bonnes nouvelles et donc je vais plus valoriser. Je pense que c'est une mauvaise raison, la vraie bonne raison factuelle c'est qu'il y a un accès plus aisé au capital ça c'est sûr et certain. Maintenant il faut déjà...on pourrait lever facilement 50 millions d'euros. Au-delà de 50 millions, ça commence à être compliqué, ça dépend du projet...au-delà de 100 millions en Europe c'est vraiment compliqué. Pour les biotechs je parle, je ne parle pas pour des sociétés mobilières ou autres mais pour lever 100 millions en Europe c'est beaucoup parce qu'il y a peu de fonds spécialisés donc il y a peu de fonds qui peuvent mettre des gros tickets. Donc je dirais qu'il y a certainement un *threshold* au-delà de 100 millions NASDAQ il faut aller NASDAQ faut pas trop réfléchir, en dessous de 50 millions... (*C. F. : On se pose la question...*) il faut rester Euronext, ça n'a pas beaucoup de sens d'aller sur le NASDAQ.

C. F. : D'accord, je comprends. **Du coup en règle générale vous n'estimez pas que l'opération a vraiment eu un effet bénéfique pour l'entreprise ? Ou ça vous a quand-même apporté des choses ?**

P. J. : Si parce que malgré tout on a eu beaucoup de cash on n'aurait probablement pas pu lever cette somme là sur Euronext donc il y a du positif ça c'est sûr, maintenant on n'a pas eu les résultats scientifiques qu'on attendait et on est rentré un peu dans un...comment dire dans un cercle qui était négatif au niveau des actions et donc on n'a pas pu bénéficier du cercle vertueux que d'autres sociétés européennes qui sont passées sur le NASDAQ ont connu mais bon ça c'est le propre de la biotech. Et voilà.

C. F. : Oui c'est ça c'est pas lié à la cotation sur le NASDAQ.

P. J. : Voilà exactement, exactement les résultats, même si on n'était pas coté au NASDAQ...donc voilà. Mais je dirais si je dois résumer les avantages c'est certainement un accès capital plus important c'est indéniable, c'est factuel. L'élément valorisation c'est vrai mais voilà ça joue dans les deux sens parce que les modèles de valorisation sont différents, l'approche est différente. Maintenant...

C. F. : Quand Celyad est rentré il y a eu un effet positif sur la valorisation ?

P. J. : Heu...non, non je ne peux pas dire ça. Mais c'est-à-dire qu'en fait il y en a eu un dans les mois qui ont précédé.

C. F. : Ah oui c'est ça oui c'est déjà vu ça plusieurs fois.

P. J. : Dès l'instant où on a fait... parce que quand vous faites une IPO un mois au préalable vous devez rendre public votre prospectus. Donc tout le monde sait que vous faites une transaction et donc ceux qui parient sur une appréciation achètent et donc on a eu une grosse appréciation de valeur au cours des deux mois précédents. Donc on ne peut pas dire qu'après on ait eu...

C. F. : D'accord mais du coup cette opération au final a quand même augmenté un petit peu la valorisation mais avant.

P. J. : Oui oui. Alors effectivement le fait d'avoir une valorisation plus importante vous permet de lever des fonds plus importants parce que si je mets 100 millions si j'ai une capitalisation de 100 millions je ne pourrai jamais lever 100 millions d'euros ...il y a quand même des ratios qu'il faut respecter. A l'inverse nous on est probablement passés je ne sais pas moi de 400 millions à 600 millions de *market cap* dans les deux mois qui ont précédé l'introduction, ben ça nous a permis de dire voilà on cherchait 100 millions, quand on vaut 600 millions c'est beaucoup plus facile ça dilue moins les actionnaires donc c'était profitable

C. F. : Ok je comprends bien. **Du coup est ce que vous avez le sentiment que ça vous a rendu plus compétitifs dans votre secteur ?**

P. J. : Non. Plus connus. Plus connus mais plus compétitifs non, la compétition...enfin c'est vraiment intrinsèquement lié au développement de la science la compétitivité dans notre domaine

C. F. : Oui c'est ça, mais plus connu par contre oui ça c'est logique.

P. J. : Plus connu oui ça c'est sûr.

C. F. : **Est-ce que vous avez une idée de ce qu'il faudrait faire en Europe pour que ça ne soit plus du tout nécessaire d'aller aux États-Unis ?**

P. J. : Heu oui j'ai une très bonne idée, c'est qu'il faudrait multiplier par 50 ou par 100 le nombre de fonds disponibles et l'argent en sous-gestion. En fait, on est dans des modèles... on n'est plus dans des modèles, à l'exception peut-être de la Hollande, on n'est plus dans des modèles capitalistiques donc par exemple les pensions en Belgique, vous cotisez, ça ne va pas sur un fond qui est capitalisé et quand vous touchez votre pension ce n'est pas votre argent que vous touchez. C'est...vous allez toucher l'argent des épargnants de la génération qui va vous suivre. Aux États-Unis ce n'est pas le cas, c'est un modèle capitalistique c'est-à-dire que tous les mois, ils se retrouvent avec une masse d'argent à devoir gérer dans des fonds. Et des fonds de pension qu'est-ce qu'ils font ben ils ont comme mandat d'investir. Ils peuvent investir dans des paniers d'actions, dans des actions directes ou dans des fonds de fonds et ainsi de suite. Et donc il y a une manne de cash qui tous les mois arrive et qui est réinvestie.

Et en Europe, on est passé sur des modèles...parce que les gouvernements étaient presque en faillite donc ils ont été chercher ces mannes d'argent et maintenant en fait quand vous cotisez en tant qu'employé ça sert à payer directement les pensions. Et donc cet argent n'est pas capitalisé quelque part, n'est pas à donner à des gestions. Je parle de la pension légale je ne parle pas des pensions extra-légales (*C. F. : oui oui, j'ai bien compris*) mais ça représente la...donc pour moi ça qu'est-ce qu'il faudrait en Europe, il nous faudrait un modèle capitalistique c'est-à-dire un modèle qui va donner....qui va générer de l'argent qui va devoir être réinvesti dans l'économie de manière à pouvoir faire des petits.

C. F. : Oui c'est ça augmenter l'offre de capital.

P. J. : Voilà et donc c'est pas uniquement valable en biotech c'est valable dans tous les secteurs. Et pourquoi quand on dit qu'il y a beaucoup moins de grandes entreprises en Europe qu'aux Etats-Unis ben la raison elle est là, elle est toute simple.

C. F. : Oui, bah oui c'est logique.

P. J. : Donc voilà c'est triste mais ça malheureusement ça résulte des d'erreurs de gestion du passé et malheureusement on doit vivre avec.

C. F. : Et ça ça ne se changera pas d'un coup...

P. J. : Non ça, je ne crois pas un instant que Euronext va pouvoir comment dire changer l'intérêt ou en tout cas va pouvoir apporter cette solution de disponibilité du capital. Maintenant voilà malgré tout Euronext apporte quand même beaucoup de solutions pour des petites sociétés qui souhaitent d'avoir un accès aux marchés capitaux.

C. F. : C'est ça oui, mais ce n'est pas suffisant une fois qu'on grandit

P. J. : Oui ce n'est jamais le NASDAQ. Maintenant il y a une tendance de fond qui veut que les boites en tout cas réfléchissent en premier lieu NASDAQ poussées par leurs actionnaires évidemment et puis une fois qu'ils font l'analyse certains font demi-tour et disent « mais non on va aller sur Euronext » et d'autres y vont et alors à leurs risques et périls parce que...

C. F. : **C'est risqué de commencer par ça oui c'est sûr. Du coup, est-ce que vous avez déjà envisagé dans l'autre sens de quitter la cotation Euronext et de juste garder celle sur le NASDAQ?**

P. J. : Alors au début on a pensé à supprimer la cotation Euronext, de manière à avoir qu'une seule cotation. Maintenant Euronext notamment ici spécialement en Belgique les régulateurs...ils mettent des conditions, vous ne pouvez pas décider comme ça de quitter, ça

ne se fait pas comme ça. Et les conditions sont un peu strictes ce qui est logique, donc ce n'est pas si simple de délistier une société. Et puis finalement, on a postposé le problème à plus tard parce que c'est pas...je veux dire c'est pas...

C. F. : C'est pas urgent de le faire mais vous l'avez quand même envisagé.

P. J. : Voilà on l'a envisagé mais c'est pas vraiment ça qui va aujourd'hui faire que la société sera un succès ou pas.

C. F. : Oui, non, non forcément...mais ça ne vous apporte plus grand chose en plus en tout cas

P. J. : ça génère quand même des coûts et des obligations de reporting mais aussi des contraintes d'*investor relation* donc d'aller voir les actionnaires mais bon ça fait partie du job hein on le sait donc...

C. F. : Oui oui c'est sûr mais bon si ça ne vous apporte plus grand chose en plus c'est vrai que ça ne vaut pas la peine de...

P. J. : mais je ne dis pas que ça ne nous rapporte plus grand chose disons que... parce qu'une biotech tous les deux ans elle va faire appel au capital et donc tous les deux ans elle sera contente d'être cotée au NASDAQ parce qu'elle va pouvoir lever plus facilement de l'argent donc il faut vivre, je veux dire il y a...ce n'est pas noir et blanc quoi. Il faut vivre avec les contraintes mais tant qu'on peut profiter des avantages il faut rester. Le jour où une société n'a plus besoin de l'accès au capital et est suffisamment valorisée je pense qu'il faut supprimer soit l'un soit l'autre ça n'a pas de sens d'être coté des deux côtés.

C. F. : Oui c'est ça. Je me demandais si les deux apportaient des spécificités qui justifiaient de garder les deux cotations.

P. J. : Non, non. Ça non.

C. F. : Et indépendamment des coûts de retrait s'il fallait en choisir une ce serait plutôt celle du NASDAQ ? Ou celle d'Euronext ?...

P. J. : c'est une bonne question... ça dépend si vous êtes disposés à bouger le centre de décision de l'entreprise aux États-Unis voire une partie du management et des équipes aux États-Unis alors oui c'est NASDAQ mais s'il n'y a personne qui veut bouger c'est Euronext. C'est quand même la règle de base c'est qu'il faut être près de ses actionnaires donc il faut être coté...là où vous bossez quoi.

C. F. : Ok. Du coup, vous disiez que...ça fait déjà un moment vous disiez que vous aviez établi des critères de performance au moment où vous avez fait l'IPO, c'étaient des critères par rapport à quoi ?

P. J. : J'ai dit qu'on avait établi des critères de performance ?

C. F. : Que vous aviez en tout cas des attentes et que toutes ne s'étaient pas réalisées.

P. J. : Oui ben on avait des attentes par rapport au succès de la thé...enfin de nos résultats cliniques

C. F. : ah oui dans ce sens-là oui ok. D'accord. Je pense que ça répond déjà à pas mal de choses. **Oui, peut-être est-ce que les coûts qui ont été apportés par le *Sarbanes-Oxley Act* ont quand même influencé beaucoup votre décision ou pas vraiment ?**

P. J. : Non. Non parce que en tant que société étrangère vous bénéficiez d'un statut qui s'appelle *Emerging Growth Company* et donc on a en fait une exemption pendant cinq ans des contraintes liées à SOX donc Sarbanes-Oxley mais ça veut dire quand même que 5 ans après vous devez être prêts.

C. F. : Donc bientôt oui (rires) oui ok

P. J. : Mais disons que c'est pas...le Sarbanes-Oxley c'est quand même beaucoup de bon sens.

C'est des contrôles internes... La seule chose, c'est que ça demande beaucoup de travail en interne parce qu'il faut documenter énormément de choses. Donc c'est pas qu'il faut changer ses procédures, il faut plus les documenter et surtout documenter les tests qu'on fait de manière régulière. C'est ça qui demande beaucoup de boulot mais voilà ça fait partie des coûts d'un listing sur le NASDAQ.

C. F. : Oui mais les avantages permettent quand même de les compenser du coup.

P. J. : Oui oui oui ça je pense que...voilà on sait que ça coûte plus cher mais de nouveau on lève plus d'argent donc...

C. F. : Oui oui oui c'est sûr. Ok ben je pense que c'est déjà...ça répond déjà à pas mal de choses. Oui je suis passée au travers de toutes mes questions.

Je ne sais pas s'il y a autre chose que vous voulez peut-être rajouter ?

P. J. : Non je pense qu'on a un peu tout couvert. Maintenant ce que je vous donne c'est spécifique à la biotech hein (*C. F. : Oui c'est ça*) mais...

C. F. : Oui ce qu'il y a c'est qu'au final en Belgique toutes les sociétés qui sont multi-cotées sont du secteur biotech, scientifique et dans ces secteurs là

P. J. : Oui parce qu'elles...elles sont toutes motivées par l'apport du capital hein, qui est donc plus important. Et puis voilà il y a quand même quelques succès devant donc... (*C. F. : Oui c'est ça*) malgré tout ce modèle fonctionne hein.

C. F. : Oui, après ce qui ressort beaucoup du mémoire c'est que du coup c'est intéressant pour les sociétés de ces secteurs-là, plus risqués. Mais que pour les autres secteurs l'intérêt a un peu diminué par rapport aux années 90.

P. J. : Voilà, je vais prendre un bête exemple mais vous prenez Brantano qui est coté sur Euronext, je ne vois pas l'intérêt pour Brantano d'aller sur le NASDAQ. (*C. F. : C'est ça voilà exactement*) ils sont en *cash-flow* positifs voilà donc dès l'instant où on n'a pas ce besoin

d'apport d'argent frais et que...malgré tout une biotech elle ne vise pas le marché belge ou le marché européen, elle vise avant tout le marché mondial pour son médicament donc elle a un positionnement qui est global et elle a besoin de fonds donc... et là il y a un *fit* d'office vers une entrée en bourse, et deux vers...vers où se trouve l'argent. Et je pense que cette tendance elle va se confirmer dans les prochaines années.

C. F. : Oui ça ne m'étonnerait pas.

P. J. : Mais je pense qu'il y a effectivement...je ne suis pas sûr qu'il y ait moins de sociétés qui vont passer sur Euronext mais il y en a beaucoup qui vont...poussées par leurs actionnaires qui vont tenter directement le NASDAQ, avec les contraintes que ça a parce qu'il ne faut pas du tout négliger que quand vous avez un seul listing vous devez reporter en US GAAP, il faut...vous devenez presque une société américaine hein.

C. F. : Oui oui c'est vrai c'est différent encore.

P. J. : Donc voilà, et ça ce sont des choses que personne ne maîtrise, ou très peu de personnes maîtrisent et qu'ils découvrent après coup et là...voilà.

C. F. : Oui c'est sûr, au final il vaut mieux se développer un minimum sur Euronext, et puis ensuite peut-être penser à une cotation sur le NASDAQ.

P. J. : Oui moi je pense que...oui je pense que maintenant voilà dans le monde idéal, une biotech elle rentre en bourse sur Euronext, là où les contraintes réglementaires sont un peu plus souples, elle lève du pognon, elle fait quelques augmentations de capital, elle a des bonnes données et une capitalisation boursière qui lui permet d'intéresser les acheteurs américains, elle fait une IPO et puis elle est partie quoi.

C. F. : Oui, c'est le schéma idéal clairement

P. J. : Voilà, ça c'est le schéma dans le meilleur des mondes. Dans le monde réel, par contre, il y a des *up and down* et il faut en profiter, bon, à voir...

C. F. : Oui forcément... Ok merci beaucoup d'avoir pu m'accorder du temps en tout cas, parce que je vous ai appelé hier et je vous ai déjà aujourd'hui, c'est génial !

P. J. : Allez parfait. Et bien écoutez que cela aille bien

C. F. : Merci c'est gentil. Bonne fin de journée.

P. J. : Merci, au revoir

C. F. : Au revoir

Entretien n°7 : Michael Maraszek

Notre interlocuteur était Monsieur Michael Maraszek, *Director of Internal Control* chez Galapagos. Réalisé le 08 août 2019 à 14h00, cet entretien a duré environ 30 minutes et a eu lieu par téléphone. La langue maternelle de M. Maraszek étant le néerlandais, nous avons échangé en anglais.

Créée en 1999, Galapagos est une société de recherche pharmaceutique belgo-hollandaise, spécialisée dans le développement de médicaments à petites molécules. Elle est entrée sur Euronext Bruxelles et Amsterdam en 2005, puis sur le NASDAQ en 2015. *Internal Control Manager* depuis 2015, M. Maraszek est devenu directeur du département en 2017. Son rôle est de s'assurer que les procédures de l'entreprise sont conformes aux différentes régulations auxquelles elle est soumise, y compris le *Sarbanes-Oxley Act*.

Clara François : Hello, I am Clara François, I am calling for the interview for my thesis.

Michael Maraszek : Hello Clara, nice to meet you.

C. F. : Nice to meet you too. Do you feel more comfortable talking in English or in French ?

M. M. : Well I don't speak French so I would prefer in English (rires)

C. F. : Ok English is fine no worries. Do you mind if this conversation is recorded? Because I have to submit the transcript of all my interviews.

M. M. : No no go ahead.

C. F. : Great thanks. Maybe I can start by giving you a short summary of my work and then we can go through the questions?

M. M. : Yes perfect

C. F. : So the theoretical part of my work showed that cross-listing in the US was very popular in the 90s, but then in 2010 a lot of European companies left the American market. In the first part of my paper, I'm trying to determine why they left this market. Then, I want to see if today the NASDAQ is still attractive for some companies and lastly I want to identify some measures that could be taken in Europe to retain our promising companies. Can you quickly introduce yourself before we start ?

M. M. : Sure. So here at Galapagos I am the Director of Internal Control, so I have to make sure that we comply with all the regulations that apply to us. I worked for two years in New-York and when I came back to Belgium I gladly accepted this project because for any dual listing we need to comply with SOX (*C. F.* : *Yes of course*) and I'm responsible for that and we have the SOX compliance 2016 already.

C. F. : Ok that sounds very interesting. So first of all...my first question is **why did you decide to ask for an additional listing in the United States?**

M. M. : I think for us...we were and we still are a biotech company, and the biotech market in the US is much bigger than the one in Europe. The US is kinda you know...there is a lot of small companies over there, who are working on some products and even if they are bringing their ideas on the stock exchanges...when I was in New York I also had...I assisted in an IPO of a

small medical devices company. They were only like...I don't know 30 or 40 employees back then in that company and they already decided to launch that, to be listed because they found the medical device. In the US you have a lot of small companies, the entrepreneurship is much bigger because... The people who have capital, they are more of risk takers in the US, that's my vision that's my opinion. They are used to companies who are successful but they are also...they also accept when companies are not successful. So they are kind of more risk takers. The biotech industry is a very risky industry (*C. F. : Yes of course*) because we are basically developing a drug for 10, 12 or 15 years before it hits the market right so it's very risky to invest in a biotech. So that culture of the United States combined with the sector we are working in is a perfect match. So why did we do it, because we have more visibility (because it's a more important market) and to access to these investors who are you know looking at NASDAQ.

C. F. : Ok, you think it wouldn't be possible to get as much fundings only in Europe?

M. M. : I think it's more difficult. Because the Americans are much more risk takers, they are used to invest in risky companies. The Europeans...that's my opinion but the European guys are more...they will invest but it takes time, they will...you know it's more complex. In the United States you have a lot of investing groups who are looking for this kind of opportunities.

C. F. : Yeah ok. **And after 4 years, do you think this operation has been beneficial for your company?**

M. M. : Very much, yeah. Being listed in the US gave us global...a global reach. We were able to attract investors from all over the world right, because there is only one NASDAQ right. So that made us visible for the investing market. Being on NASDAQ, and also participate in you know the conferences that are taking place in San Francisco, in New York the big biotech conferences they are all in the US and if you go and tell them "we are Galapagos we are from Belgium but we are also listed on NASDAQ" then they have already some kind of trust that your company is well-established.

C. F. : Ok they see it as a real asset.

M. M. : Yeah, they also now to you have to respect the compliance rules, like for example the SOX right? So I think they feel more comfortable that we are on NASDAQ instead of going to the conference and saying they have to invest on the Brussels stock exchange. So it's easier I think. So it has been beneficial because we became more visible on the global market, and if you have read recently the newspapers if you saw the news we were basically...we found our partner Gilead (*C. F.* : *Yes I saw that*) and two weeks ago we basically signed up for a new alliance contract with them, which was very beneficial, which is very beneficial for our company. Without being listed on the NASDAQ, we might have done it as well but the NASDAQ accelerated the process.

C. F. : Yes ok I see. And **talking about the SOX do you think it has been really a big constraint to comply with it or...like compared to the benefits how expensive was it?**

M. M. : Well it's something you have to...I wouldn't take that in your decision making process. I would say if you have benefits going to the NASDAQ or to an American stock exchange just do it and you will figure out how to deal with SOX later. You will need to deal with SOX but it shouldn't be a factor in your decision making. Well I'm a bad example because I implemented SOX here in a very...yeah very good way (*rires*). I know what the requirements exactly are but I also perfectly know what the requirements are not. So I implemented you know like a balanced system

C. F. : Yes what you NEEDED to do and nothing more

M. M. : Yes, you have to cover what you really need and not cover what you don't need. So the impact on our company was not that big. We spent a lot of time designing it, thinking about it and then implementing it and we did a very good job on that because right now it's operating and it's like an oiled machine, everyone knows we have SOX compliance we are audited like 8 out of the 12 months, there is kind of a permanent audit but it doesn't feel like a big effort. We implemented it in a way that it's adding value, I think that is important. We deleted a lot of controls that were not adding value, I think that's why SOX was seen as "evil"

but at the end of the day it was not evil anymore. You just have to implement it in a way that adds value.

C. F. : Ok, that's very interesting because usually people told me that it was very hard to comply with it and that it was expensive

M. M. : Well then they should hire me (rires)

C. F. : Yes exactly (rires). I don't know if you will be able to reply to that, **I was also trying to analyse the impact on the liquidity and the valuation of the company, are you familiar with that?**

M. M. : A little bit. In terms of liquidity obviously we raised during the IPO 300 millions or something, and then we increased the capital I don't know two or three times so yeah we probably got...I would have said a billion out of it, maybe a bit less 800 millions or something. So that's the liquidity part, what was the other part of the question?

C. F. : The valuation of the company, did it increase or?

M. M. : I think so yeah. Let me see let me see...just give me a moment ok ? (*C. F. : Yes sure*). Yes, if you look at...that's for Euronext valuation, but that's a little bit tricky because we got listed on NASDAQ in June 2015 and we were valued back then around 15€, maybe on the day we got listed it was like 40€ and today we are around 154€. But in the meantime obviously a lot has happened. We had our alliance partner at the end of 2015 so 4 months after the IPO our alliance partner dropped us, which has nothing to do with the listing but it decreased, then with the new alliance with Gilead it increased the stock back to its previous value. So that's about the ups and downs but if you look at the period from 2015 up to now, and obviously with the deal that we executed two weeks ago with Gilead again, the stock increased by almost to 30 to 35%. So if you look at the graphic you can be pretty sure that 2015 was the pilot year where we started...where our company became more valuable but it was also combined with our products that became successful and our results were positive so that all adds to the result.

Obviously if we were quoted only on the European market those results would be also there but maybe not as big. You know maybe the increase would not be...here we are talking about 3, 4, or five times the initial value in 2015 (*C. F. : yes that's huge*) but on the European market it might have only doubled.

C. F. : Yeah ok I see. So now next question, **why did you choose the NASDAQ?**

M. M. : Because the NASDAQ is where all the biotechs are, the NASDAQ is the stock exchange...or is perceived as the stock exchange for the small less regulated companies. Is it more interesting than the European stock exchanges? Hum...it adds a lot of dimension to it yes, and it increases the visibility.

C. F. : Ok, and **do you know if they also considered the NYSE?**

M. M. : I don't know, I think they did, they for sure considered it but I think like I said for companies of our size and in our sector I think the NASDAQ is the one you want to be on rather than on the NYSE.

C. F. : Yes, that's because they set up a few programs to try to attract also the technological companies but yes so far I think they don't...

M. M. : Yes the NYSE is more for established companies

C. F. : Yes exactly, they were trying to diversify a bit but I think they never became as competitive as the NASDAQ (**M. M. : Yes**). Ok, and **do you think a listing on the NASDAQ is necessary to remain competitive in your sector?**

M. M. : I don't think it's a matter of competitiveness, it's just that the listing there helps to be visible around the world, and being visible is important for us because we need investors. And at each stage because when we don't have any product on the market we need to get our

money somewhere, and it's either through private placements or public stages but the NASDAQ is the reference place, that's why all the biotechs are going there

C. F. : Ok I see. **Have you ever considered the possibility to leave your American listing?**

M. M. : No I don't think the management has ever considered leaving the American listing, I think they want to stay over there to remain visible and to be a global player.

C. F. : **What about the European one?**

M. M. : The European one, so on the home market right ? (C. F. : Yes) I think it makes sense to stay on the home stock exchange

C. F. : You mean to keep a domestic dimension?

M. M. : Yes.

C. F. : Right. Is there any European stock exchange that looks similar to the NASDAQ?

M. M. : Not sure, I don't think so. But again that's just my opinion. The NASDAQ is just...there is only one NASDAQ, I keep repeating that but...

C. F. : Yeah but I think that it's true (rires) I know they were some platforms created here in Europe for biotechs but so far it's the same they don't reach the NASDAQ level. Given that, **according to you what should be implemented in Europe to motivate EU companies to be listed only on European stock exchanges ?**

M. M. : Well...hard to say. I think that the Americans are more risk takers they are entrepreneurial, they like biotechs because they know that with a small amount of money they can gain a lot so they are willing to take the risk. European investors are more conservative, they don't gamble that much. So I think it's a cultural difference and it will be helpful to tackle that

C. F. : Yeah I see. Yeah to encourage people to invest more and to take more risks.

M. M. : Yes. I've lived there for three years and in my opinion people are much more entrepreneurs (*C. F. : Yes they are*) and they often fail but they don't see failing as we do, here it's the end of the world (*C. F. : (rises) yes it's true*) in America if you fail they say ok, they don't see it as a shame and yes that's something that is unique in the US. It also creates a different atmosphere among investors, they are willing to invest money in risky companies and we are a risky company so there is a good match.

C. F. : Yeah of course. Ok that's the end of my questions, I don't know if you have anything to add?

M. M. : Mmm not really, I hope it was useful

C. F. : Yes it's really helpful!

M. M. : What is different in my answers compared to your other interviews?

C. F. : I think the main difference is the impact of the Sarbanes-Oxley Act (*M. M. : Oh really?*), everytime I was talking about it with some companies or bankers they told me the SOX has a huge impact, that it's very expensive to comply with it and that some companies decide not to enter the US market just because of that (*M. M. : Interesting*) Yes it's very interesting to have a different opinion on this aspect

M. M. : Can I get your paper at the end?

C. F. : Yes sure I can send it to you.

M. M. : Will there be a list of the companies in there ?

C. F. : Yes.

M. M. : Ok so I will reach out to them and tell them it's not that bad (rires)

C. F. : Yes you can do that (rires) Well thanks a lot for accepting this interview, it was really helpful for my thesis.

M. M. : Great I hope it was useful and that you will have good grades

C. F. : Thank you (rires), have a nice day!