



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN
LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

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

Promoteur : D. KNAEPEN

Mémoire-recherche présenté par

THYRION Thomas

en vue de l'obtention du titre de

Master en sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Je tiens tout d'abord à remercier grandement mon directeur de mémoire, Monsieur Denis Knaepen, pour les précieux conseils et sa guidance tout au long de ce mémoire.

J'adresse également mes remerciements à Céline Donnet, Valérie Kibieta, Aurélie Bultynck, Antje Witte et Paul Vanwambeke pour le temps précieux qu'ils ont accordé à cette recherche.

TABLE DES MATIÈRES

Chapitre 1 : Introduction.....	1
1. Énoncé du problème.....	1
1.1 Question de recherche.....	1
1.2 Sous-questions de recherche	3
2. Contexte macroéconomique	5
3. Motivation de la recherche	9
Chapitre 2 : La revue de la littérature.....	10
1. La base théorique	10
1.1 Définitions.....	10
1.2 Le processus d'IPO	11
1.3 Motivations et coûts liés au marché boursier.....	12
1.3.1 Financer la croissance et/ ou l'endettement.....	13
1.3.2 Liquéfier son patrimoine	14
1.3.3 Accroître sa notoriété.....	15
1.4 Les acteurs	15
1.4.1 L'entreprise.....	16
1.4.2 Les souscripteurs	18
1.4.3 Le marché public	19
1.4.4 Les autres parties prenantes	19
2. L'influence des réglementations	20
3. Les changements au sein de l'entreprise suite à l'IPO	25
3.1 L'évènement transformationnel	25
3.2 La théorie de l'agence	28
3.3 Le principal	32
3.4 L'agent	37
Chapitre 3 : Modèle et hypothèses	43
1. Modèle.....	43
2. Hypothèses	45
Chapitre 4 : Méthodologie.....	50
1. Choix de l'échantillon	50
2. Composition de l'échantillon	51

3. L'exécution de la recherche	54
Chapitre 5 : Résultats et interprétations	57
Chapitre 6 : Discussion et limites	74
Conclusion.....	76

Chapitre 1 : Introduction

1. Énoncé du problème

1.1 Question de recherche

Connaissez-vous Jack Ma ? Jack Ma adore les chiens et est l'heureux propriétaire d'un berger allemand, Appolo. Jack Ma est également le président du conseil d'administration d'Alibaba, l'homme responsable de la plus grosse introduction en bourse de l'histoire avec pas moins de 25 milliards de dollars relevés lors de son entrée à Wall Street !

Dans le vaste univers du financement des entreprises, un certain nombre d'opérations stratégiques sont offertes aux organisations, notamment pour ouvrir leur capital à de nouveaux investisseurs. Parfois aussi appelées stratégies de sortie, puisqu'elles permettent aux investisseurs initiaux de rentabiliser leur investissement en générant du cash, ces opérations provoquent des changements variables dans la gestion et la structure de l'entreprise. Les décisions stratégiques prises au sein de l'entreprise peuvent alors être fortement influencées par les performances, les exigences et l'attention requise avant, durant et après ce genre de processus stratégique, avec le risque de laisser moins d'espace et d'importance aux activités primordiales pour la santé de l'entreprise. Le TMT (top management team) a donc tout intérêt à suivre de près l'ensemble de ses activités internes s'il veut permettre à son organisation de survivre à long terme.

A la lecture de ces interpellations me vient à l'esprit une problématique signifiante afin de contribuer à l'amélioration de la gestion et la structure organisationnelle pour une entreprise qui traverse cette phase de tourmente. Ma question de recherche principale devient alors :

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

On est ici dans un stade quelque peu avancé du cycle de l'entreprise puisqu'il s'agit non pas de rechercher des investisseurs initiaux pour une entreprise privée, mais plutôt de générer une

augmentation de capital par le biais d'investisseurs institutionnels, individuels ou salariés pour une entreprise s'ouvrant au public dans un processus de croissance déjà entamé.

Les conditions varient en fonction que l'on soit dans le cas d'une acquisition, d'une IPO¹, ou encore du rachat d'une entreprise par ses salariés, plus connus sous le nom anglophone de « management buyout (MBO) ». Parmi ces différentes propositions, le choix doit être adapté en fonction des besoins et des stratégies mis en place au sein de l'organisation. Dans ce cas-ci, je me concentre uniquement sur les effets postérieurs à l'introduction en bourse.

Selon Howton (2006), la plupart des théories liées aux IPO se concentrent principalement sur les différentes raisons pour lesquelles l'équipe managériale décide d'entrer en bourse, les causes de sous-évaluations des IPO, en anglais « underpricing », les évolutions du cours de l'action et les performances financières à long terme post-IPO. Pour la plupart des recherches entrevues, il s'agit donc souvent de théories liées à l'efficacité des IPO, principalement pour aider aux mieux les potentiels investisseurs dans leur placement à risque. Pourtant, lorsqu'une entreprise décide d'entrer publiquement sur le marché boursier, le prix de l'action et son image auprès des investisseurs ne sont pas les seules de ses contraintes. En effet, ses activités sont grandement bouleversées suite aux nombres importants de régulations et démarches à suivre pour obtenir un statut public. De plus, une fois entré sur le marché, les pressions continuent avec « ...la préparation comptable, la gouvernance d'entreprise, les contrôles et procédures de communication de l'information financière, les communications externes et une variété de tâches ménagères pour entretenir l'entreprise » (WilmerHale, 2014, p 8) {Notre traduction}. Cette liste constitue une certaine pression qu'il faut inclure à la suite des tâches quotidiennes sans pour autant y apporter une attention absolue.

Cela semble, à première vue, difficile de concevoir l'idée d'un manager tourmenté par ses propres décisions stratégiques, pourtant, nous allons voir qu'une série d'études issues de la littérature en gouvernance d'entreprise, en finance d'entreprise comportementale, en structure de direction, ou encore dans le contrôle de la prise de décision peut jouer un rôle considérable pour une organisation en liste sur le marché boursier.

¹ J'utiliserai, par facilité, l'abréviation « IPO » du terme anglais « initial public offering » qui signifie en français, introduction en bourse.

1.2 Sous-questions de recherche

L'introduction en bourse est un processus assez long et devient de plus en plus complexe, jusqu'à lui donner l'étiquette d' « organizational milestones » (Nelson, 2003, p713). Ceci est notamment dû aux nombres importants de régulations qui s'ajoutent au fil des années pour, entre autres, prévenir le risque de compromettre le choix des investisseurs, notamment par l'asymétrie d'informations entre les actionnaires internes et externes à l'entreprise. Aux Etats-Unis, le gouvernement a d'ailleurs entrepris plusieurs réformes financières, comme la « Sarbanes-Oxley Act » en 2002 visant à améliorer la transparence de l'information financière et à réduire les comportements frauduleux en matière comptable survenus lors du scandale des entreprises Enron, Worldcom ou Tyco (Investopedia, 2015a). La maison blanche a également mis en place le « Dodd Frank Act » signé par le Président Obama suite à la crise financière de 2008 afin de limiter la prise de risque et protéger les consommateurs (Whitehouse, n.d). L'organisation et ses membres sont donc de plus en plus impliqués et doivent se montrer plus rigoureux afin de satisfaire les nouvelles exigences. On parle d'ailleurs d'une implication accrue du CEO dans le processus d'IPO et d'une responsabilité personnelle pour l'inexactitude ou l'omission d'éléments rentrant dans le « registration statement » requis par la SEC (Securities and Exchange Commission) (WilmerHale, 2014). Sur cette base, il serait donc intéressant de connaître comment les régulations affectent l'organisation suite à une IPO ?

Un autre aspect provoquant des changements dans la gouvernance d'entreprise suite à l'IPO est l'écart grandissant entre les propriétaires et les gestionnaires de l'entreprise, étudié au travers de la théorie de l'agence. D'après Dalziel et al. (2010, p14) : « Les Théoriciens de l'Agence traitent l'entreprise comme un ensemble de contrats entre propriétaires, employés, créanciers et autres. » {Notre traduction}. Les coûts de l'agence apparaissent lorsque les propriétaires d'une entreprise demandent des services et délèguent du pouvoir à des agents. Ils comprennent les coûts directs (« bonding and monitoring cost ») et indirects (« residual loss ») liés au contrôle des activités (Jensen and Meckling, 1976). Dans le contexte des IPO, il s'agit de distinguer l'écart de plus en plus grand qui se crée entre les propriétaires du capital (le principal) et les gestionnaires comprenant l'équipe managériale salariée et les managers professionnels (l'agent). Suite aux coûts potentiels pouvant être engendrés par l'opportunisme de l'agent, la théorie de l'agence met en avant la responsabilité du conseil d'administration qui génère des coûts de surveillance et de liaison afin de diminuer les pertes résiduelles

provoquées par la divergence entre l'agent et le principal (Dalziel et al., 2010). C'est pourquoi on s'intéresse aux interactions entre le conseil d'administration et leur agent, le CEO. Toutefois, afin d'apaiser les coûts générés par le conseil et ouvrir un panorama plus large d'alternatives, on cherchera d'autres méthodes pour gérer les perturbations engendrées par l'écart qui se crée entre ceux qui contrôlent et ceux qui possèdent des parts dans l'organisation.

Maintenant, si l'on s'intéresse aux propriétaires uniquement, on remarque qu'une ouverture de capital crée une masse importante d'investisseurs hétérogènes en comparaison à l'actionnariat de départ. « Lors d'une IPO, l'entreprise reçoit une injection d'argent substantielle et perd la possibilité de choisir ses nouveaux propriétaires. » (Nelson, 2003, p713){Notre traduction}. Les firmes en phase d'IPO sont généralement composées de larges blocs d'investisseurs, appelés en anglais « block holders ». Ils comprennent généralement les fondateurs de l'entreprise, les investisseurs extérieurs privés pré-IPO tels que les « Venture Capitalists », VCs,² ou les « business angels » et enfin les investisseurs du marché public, institutionnels ou individuels, qui ensemble ne génèrent pas toujours des motivations identiques (Bruton et al, 2009). Ces différents « block holders » peuvent avoir une influence importante dans la composition du conseil d'administration lors de l'assemblée générale afin de connaître le ratio de directeurs externes indépendant par rapport au nombre total de directeurs au sein du conseil. C'est pourquoi on cherchera à identifier comment gérer au mieux ce puissant bassin d'investisseurs afin de maintenir une organisation concentrée sur ses activités principales de base.

Même si l'organisation peut paraître théoriquement apte à s'introduire sur le marché des capitaux, une série de facteurs irrationnels agissent en outre sur les individus. Pour ce faire, la finance d'entreprise comportementale joue un rôle crucial afin d'approfondir encore les éventuelles perturbations post-IPO. Nguyen et Schüßler (2012) s'intéressent aux biais psychologiques influençant la prise de décision des managers, notamment en illustrant des comportements irrationnels systématiques dans un contexte de marché financier efficient. Parmi les différents symptômes psychologiques, un exemple spécifique est la « Bounded rationality » qui suggère que «...face à la complexité et l'incertitude, les acteurs humains sont limités dans leur capacité à traiter et gérer l'information (Simon 1957, cité par Dalziel et al.,

² J'utiliserai, par facilité, l'abréviation VC pour le terme anglais « Venture capitalist » qui signifie en français, investisseur en capital-risque.

2010, p 13){Notre traduction}. Lors de processus stratégiques majeurs (p.ex., IPO), les managers, voire même le conseil d'administration, se laissent distraire et négligent la plupart des activités non liées à l'introduction en bourse (Dalziel et al., 2010). Dalziel et al.(2010) remettent en cause les hypothèses de la théorie de l'agence, où le conseil d'administration est justement censé limiter cet opportunisme de l'agent. Si l'on s'intéresse aux personnels directement affectés par les événements, le management des ressources humaines nous indique qu'il n'y a pas de meilleure façon de gérer son personnel, mais que certaines politiques au sein de l'organisation devraient être mis en place afin de s'adapter aux besoins et objectifs des nouvelles stratégies et environnements dans lesquels l'entreprise évolue (Welbourne, 1998). Comment le nouvel environnement que représente le marché boursier peut-il déstabiliser une organisation bien que préparée administrativement constituera notre dernière piste de réflexion.

Toutes ces questions feront partie intégrante de ma recherche et m'aideront à me guider vers des éventuelles solutions ou pistes de réflexion pour ma problématique principale visant principalement à mieux guider une organisation à la suite de ce genre d'événements à grande ampleur. Avant d'entamer le cœur du sujet au travers de la revue de la littérature, une remise en contexte globale et locale des introductions en bourse est utile afin de démontrer la sévérité du domaine dans lequel je travaille. Je propose donc une brève synthèse macroéconomique du marché des IPO.

2. Contexte macroéconomique

Etant donné la nature du marché financier, il est difficile d'apporter une exactitude totale quant aux tendances à venir des IPO. Cependant, afin de s'imaginer l'ampleur de la situation actuelle sur le marché globale, un résumé des performances jusqu'au dernier trimestre de 2014 (Q4 2014) est concevable. Parmi les principales sources sur lesquelles je me base, je sélectionne les firmes de consultance comme étant les plus appropriées. Elles fournissent des rapports trimestriels assez précis pour le marché des IPO. Le marché américain, présentant le plus grand nombre d'IPO au monde, sera utilisé comme illustration à maintes reprises dans ma recherche. J'ajouterai également les résultats locaux en Europe afin de comparer ses performances avec le marché global. Sur cette base, j'illustre principalement les marchés au travers d'Ernst &Young, WilmerHale et pwc.

Selon le dernier rapport trimestriel d'Ernst & Young pour 2014, le marché des IPO a généré dans le monde 1206 IPO, un chiffre record depuis 2010, et une augmentation de capital de 256,5 milliards de dollars, soit 50% de plus qu'en 2013. Globalement, les chiffres pour 2014 sont bons avec un rendement moyen global « year-to-date »³ de 17,4% surpassant l'indice de marché de 12,3% en moyenne et faisant de 2014, la meilleure année en terme de performance pour les IPO depuis 2007 (Ernst & Young, 2014). Les principales raisons de cette surperformance comprennent :

- la diminution du taux d'intérêt et de l'inflation poussant les entreprises à consommer et à emprunter plus, stimulant ainsi la demande et le taux d'emplois (Ernst & Young, 2014).

- la propension au risque lié aux actions sur le marché boursier qui renait dû à une faible volatilité, une bonne croissance des entreprises, la confiance grandissante des investisseurs, les actions menées par les banques centrales et le manque d'options pour des investissements alternatifs (Ernst & Young, 2014). Cela se reflète notamment dans l'indice mondial MSCI qui continue d'augmenter au-dessus du niveau observé avant la crise (Voir annexe 1).

Néanmoins, on remarque que l'année 2014 ne se termine pas aussi bien que prévu. Si l'on s'intéresse à l'indice de volatilité CBOE(VIX) basé sur le S&P500 aux USA (annexe 2) et l'indice VSTOXX basé sur l'EURO STOXX 50 en Europe(annexe 3), on remarque un pic de volatilité en octobre influençant les performances de marchés et la valeur des entreprises dans la seconde moitié de l'année. Aux U.S., c'est la fin du programme de rachat d'obligations par la Federal Reserve et les problèmes géopolitiques qui ont réduit l'impulsion sur le marché boursier (pwc, 2014). Pour l'Europe, il s'agit principalement de la baisse du prix du pétrole et les instabilités géopolitiques (pwc, 2014).

En Europe, on perçoit des tendances en ligne avec le marché global, voire même plus accrues que la normale. Avec 375 introductions en bourse et un capital relevé de presque 50 milliards d'euros, les recettes ont quasiment doublé, si l'on se réfère à 2013, et n'avaient plus atteint un tel niveau depuis 2007, avant la crise financière (pwc, 2014). Ceci étant dit, l'année 2014 est marquée par des performances saccadées en deux temps, comme cité précédemment et surtout en Europe, avec 68% des recettes réalisées avant les vacances d'été où 45% des recettes furent générées dans le deuxième trimestre (Q2 2014) (pwc, 2014). L'année s'est donc

³ « Year-to-date » indique la période commençant au début de l'année en cours jusqu'à aujourd'hui. Dans ce cas-ci, il s'agit presque d'un rendement annuel puisque l'étude a été établie à la clôture du dernier trimestre de l'année. Pour être précis, l'activité est basée sur le prix exact des IPO jusqu'au 4 décembre et une valeur espérée pour la fin de l'année dans le cas d'Ernst & Young. Pour pwc, l'activité est basée au 31 décembre 2014.

terminée avec des résultats décevants par rapport à ce qui avait été espéré. L'annexe 4 représente l'ensemble de ces informations en un seul graphique pour l'Europe.

De plus, on constate de manière globale, un nombre important d'IPO retirées ou postposées, 160 comparé à 131 en 2013, suite à des planifications retardées dûes aux conditions de marchés plus pauvres en fin d'année (Ernst & Young, 2014).

En ce qui concerne les principaux acteurs de 2014, les sponsors financiers, telles que les PE- et VC-backed IPOs, sont en pole position et cherchent à rentabiliser leur investissement ayant commencé en 2006 et 2007 juste avant la crise financière (Ernst & Young, 2014). A titre d'information, les entreprises « Private-Equity(PE)-backed » et « Venture Capital(VC)-backed » partagent un certain nombre de caractéristiques dans la façon dont elles sont constituées, mais diffèrent dans leur modèle d'investissement⁴. Ce type d'organisation représente 27% des IPO et 48% des recettes dans le monde (Ernst & Young, 2014). En Europe, on compte 47% de PE- backed IPO représentant 56% des recettes du marché (pwc, 2014). Quant aux prévisions, on s'attend à ce que les investisseurs privés pré-IPO de « VC et PE- backed IPO », réinvestissent leurs gains de 2014 dans des actions pré-IPO en 2015 (Ernst & Young, 2014).

Ensuite, Ernst & Young (2014) rajoute que les activités transfrontalières, pour les entreprises qui entrent en bourse dans des marchés étrangers au leur, ont atteint leur summum avec 129 IPO soit 11% du marché global, un record depuis 2007. Plusieurs raisons expliquent pourquoi le marché américain reste aujourd'hui l'un des plus prisés pour générer de la valeur aux entreprises : « Le marché dispose d'une source importante de sociétés comparables, une infrastructure bien développée qui prend en charge les investisseurs actifs, une communauté d'analystes compétents délivrant un flux régulier de commentaires et des investisseurs prêts à payer pour la croissance » (Ernst & Young, 2014, p 2) {Notre traduction}.

En effet, selon pwc (2014), les places boursières aux US ont dominé le marché mondial à la fois en termes de volume (NASDAQ), de capital relevé (NYSE) et d'activités transfrontalières, marquées par un « boom » dans le secteur technologique, notamment avec l'introduction en bourse d'Alibaba pour 19,3 milliards d'euros et un nombre record d'entreprises biotechnologiques et biopharmaceutiques :

⁴ Pour plus d'informations voir chapitre 2 point 1.4 « Les acteurs ».

- On observe 288 introductions en bourse, dont 172 réalisées uniquement sur le NASDAQ, un nombre plus jamais atteint depuis l'an 2000 et représentant une progression de 27% sur base de 2013. Un capital de pas moins de 95,2 milliards de dollars a été généré à la suite de ces 288 IPO, ce qui représente une élévation de 54% par rapport à 2013. (Ernst &Young, 2014)
- Avec 67 IPO et un capital relevé de 40,8 milliards de dollars, les US accueillent 52% des activités frontalières en termes de volume et 81% en termes de capital généré (Ernst &Young, 2014).
- Finalement les sponsors financiers, tels que les PE et VC, sont en nombre majoritaire représentant 63% du marché américain et 72% en valeur de capital relevé (Ernst &Young, 2014).

Si l'on s'intéresse aux secteurs, pwc (2014) annonce que les entreprises financières sont numéro un en Europe, tandis qu'aux usa et globalement ce sont les services de santé et la technologie qui priment en termes de volume (Ernst & Young, 2014).

Pour conclure, si l'on prend le point de vue des investisseurs, l'une des caractéristiques cruciales dans leur choix d'entreprise est d'avoir la bonne équipe managériale. A vrai dire, l'investisseur investit dans les personnes, surtout pour les entreprises entrant en bourse qui ont besoin d'un « ...management expérimenté et talentueux avec une grande intégrité, une vision du futur, beaucoup d'énergie pour supporter le processus d'IPO et une preuve de capacité à exécuter » (Wilmerhale, 2014, p 9) {Notre traduction}.

Cette brève analyse macroéconomique appuyée d'un nombre important de chiffres a pour but de rendre compte de la dimension grandissante du marché des IPO à la suite de la crise financière de 2008. Cette étude renforce donc l'importance à résoudre les perturbations apparaissant dans les décisions stratégiques au sein d'entreprises ayant traversé ce processus d'IPO. Avant de se lancer dans la revue de littérature, j'aimerais transmettre rapidement mes motivations.

3. Motivation de la recherche

Motivations managériales et scientifiques

Suivant des études de management, j'ai eu la possibilité d'approfondir mes connaissances dans un domaine de recherche, la finance. C'est en étudiant de près, les différents concepts, outils et termes utilisés dans le monde de la finance que j'ai souligné son extrême spécificité et l'écart existant avec le management en général. Malgré tout, au travers de ce mémoire, j'ai dans l'intention de rallier au mieux le monde managérial à la finance pure. Pour ce faire, j'utilise comme base de recherche les IPO, qui aujourd'hui occupent à nouveau une place importante sur les places boursières après la crise financière de 2008. Je motive ma recherche en essayant d'aider ces organisations à mieux guider leur décision stratégique suite à ce genre d'événements à grande ampleur. Il ne s'agit pas d'expliquer à une organisation comment s'y prendre pour attirer un maximum d'investisseurs et générer la plus grande levée de capital possible, mais plutôt d'interrompre son équipe dirigeante dans la façon d'interagir et de prioriser certaines décisions. J'ai donc l'intention de livrer un guide basé sur des recherches scientifiques pour accompagner le manager et l'éveiller dans ce monde cloisonné que peut parfois prendre comme image la finance. Un vaste nombre de recherches et d'études existent aujourd'hui et se distinguent parfois par un simple détail dans la question de recherche, et ce pour un bon nombre de domaines. Alors si je peux y en être pour quelque chose, mon objectif serait simplement d'apporter une pierre à l'édifice. D'autre part, le mémoire me permettra pour la première fois de réellement conduire une recherche en respectant au mieux une véritable méthodologie scientifique.

Chapitre 2 : La revue de la littérature

Pour entamer ma revue de la littérature, je présente les bases théoriques du concept d'IPO, l'élément déclencheur de la problématique. Une brève exploration de l'influence des réglementations sur la gestion des activités est ensuite entrevue. Après cela, le cœur du sujet est introduit avec l'analyse des différents facteurs transformationnels et les pistes de réflexion concernant l'équilibre entre les activités du marché boursier et les activités principales de l'organisation. Finalement, l'acheminement de cette analyse génère certaines hypothèses que nous éluciderons et testerons dans les parties suivantes.

1. La base théorique

1.1 Définitions

L'introduction en bourse, en anglais, « initial public offering », abrégé sous la forme IPO, est un moyen par lequel une entreprise décide d'agrandir son capital en échange d'un pourcentage de propriété pour ceux qui contribuent à cette demande sur une place boursière.

Certains mettent l'attention sur le but final d'une IPO. Selon Certo et al (2009), c'est l'évènement par lequel une entreprise vend des actions à des investisseurs publics donnant ainsi l'accès à des ressources financières afin de garantir leur croissance ou remplir certaines obligations. Pour d'autres, le concept d'IPO est accentué principalement sur les conditions. Selon Nelson (2003), il s'agit de partager sa propriété avec des investisseurs sur les marchés boursiers à condition de divulguer les informations de l'organisation au public et d'être sujet à une multitude de réglementations. Pour d'autres encore, il s'agit d'un procédé purement financier permettant de générer des capitaux propres et de diversifier son portefeuille. Il s'agit de créer un marché public afin de transformer la richesse des actionnaires initiaux en cash et où les raisons non financières telles que la reconnaissance ou la publicité de l'entreprise jouent seulement un rôle minime (Certo et al, 2001 ; Ritter et Welch, 2002 ; Brav et Gompers, 2003).

En réalité l'introduction en bourse comprend en partie l'ensemble de ces propositions avec des interprétations multiples. L'opinion est laissée libre à chacun, mais on remarque une distinction la plus souvent dans l'approche finale attendue par l'organisation sur le marché des

capitaux. Nous y verrons donc plus clair au travers des motivations et coûts liés au marché boursier. Avant cela, je propose une brève schématisation du processus d'introduction en bourse.

1.2 Le processus d'IPO

Le schéma type d'une IPO n'existe pas réellement puisqu'il varie en fonction des réglementations d'un pays à l'autre. Dans le cadre de ma recherche, ce long procédé n'est pas essentiel, mais une identification en quelques étapes cruciales apporte une bonne mise en contexte. Sentis (2005) schématise en 3 grandes étapes ce processus :

Dans un premier temps, l'entreprise doit sélectionner les intermédiaires qui vont l'aider à préparer les informations nécessaires pour la rédaction du prospectus. Ce dernier a pour but de communiquer aux potentiels investisseurs la description du business, les motivations de l'IPO et les risques liés à l'organisation (Welbourne et al, 1996). Les souscripteurs, avocats et comptables sont tous impliqués dans l'évaluation de l'entreprise avant la finalisation du prospectus (Welboure et al, 1996). Aux USA, le prospectus est « le document mandaté par la Security Exchange Commission (SEC) avant l'IPO, et c'est également le document utilisé par les souscripteurs pour évaluer la demande de potentiels investisseurs et vendre les titres de l'entreprise » (Arkebauer & Schultz, 1991; Blowers et al, 1995, cité par Welbourne et al, 2012).

Ensuite, il faut choisir la région, le type et le nombre de marchés en vue pour l'ouverture au public. Le choix de la place de cotation diffère en fonction des coûts de transactions supportés par les investisseurs, la protection qui leur est offerte, les critères d'introduction et de maintien et la grandeur de la communauté financière active (Sentis, 2005). Enfin, l'entreprise choisit la nature des titres émis : principalement les « stock unit », les options ou les actions.

Dans la seconde étape, il s'agit de déterminer le meilleur timing possible pour s'introduire sur le marché. Certaines caractéristiques permettent de distinguer les périodes de rentabilité initiale élevée, « hot market », ou faible, « cold market ». (Ritter et Welch, 2002). Cependant, il semblerait que cela n'affecte en rien les performances à long terme (Helwege et Liang, 2004 ; cité par Sentis, 2005). Ensuite, il faut évaluer la valeur de l'IPO en fonction de la demande des investisseurs institutionnels au travers du « book-building process » (Knaepen, 2014). Avant la date actuelle du prix de l'IPO et pendant le processus de book-building,

l'organisation entreprend un « road show », composé d'une série de meeting et sessions dans lesquels l'équipe managériale essaie de vendre la compagnie aux grands investisseurs institutionnels. C'est sur base du prospectus et de ce road show que les investisseurs évaluent leur décision d'achat qu'ils communiquent ensuite aux souscripteurs avant de finaliser le prix de l'action (Welbourne et al, 1996).

Pour terminer, l'organisation doit garantir une certaine stabilité de la valeur cotée. « Ce suivi se fera à court terme par des techniques de soutien de cours. À plus long terme, il s'agira de définir une véritable politique de gestion de la valeur. » (Sentis, 2005, p236). C'est cette dernière aptitude qui rentre en jeu dans l'étude.

1.3 Motivations et coûts liés au marché boursier

Une multitude de raisons explique pourquoi la direction se donne tant d'effort à introduire son organisation sur une place boursière. Une liste assez complète des éventuels bénéfices obtenus suite à une IPO incluent : « une amélioration de la situation financière, une plus grande commercialisation, une amélioration de la valeur, une diversification des portefeuilles personnels, une planification successorale, du capital pour soutenir la croissance, l'amélioration des possibilités de financements futurs , un chemin vers les fusions et acquisitions, une meilleure image de l'entreprise , et la participation accrue des employés » (d'après Blowers et al.,1995, pp 2-3, cité par Welbourne, 2012,p 780){Notre traduction}. Voir aussi l'annexe 5 avec les pros & cons.

Un bon nombre de presses spécialisées aux U.S. comme « The Wall Street Journal », « Forbes », « Business Week » et d'autres, mettent en avant l'intérêt économique des IPO comme un moteur de croissance pour l'économie d'un pays au travers des recettes levées par le biais, à la fois, d'entreprises désirant s'ouvrir au public, et d'investisseurs affamés (Luo, 2008 ; Certo et al, 2009).

En réalité, Nelson (2003, p 712) attire notre attention sur quelques raisons principales comme « l'accès au capital par un grand bassin existant d'investisseurs contribuant au remboursement de la dette et/ou de la croissance, l'évaluation des actions pour les employés-propriétaires, y compris les fondateurs, et la reconnaissance publique ainsi que la visibilité accrues pour les individus et la société elle-même » {Notre traduction}. Nous reprenons maintenant une revue détaillée de chaque inspiration développée par Nelson en y ajoutant les éventuels coûts occasionnés. Cette liste n'est pas exhaustive, mais rassemble la majorité des motivations pertinentes pour ma recherche.

1.3.1 Financer la croissance et/ ou l'endettement

Il s'agit sans doute d'une des raisons principales qu'adresse le CEO à son public lorsqu'il décide de se lancer sur le marché public. Les ressources financières acquises peuvent servir pour une multitude d'activités dans le but de booster la croissance et améliorer l'état de l'entreprise. Cette injection de liquidités permet aux entreprises de « ... financer des opérations start-up, acheter de l'équipement pour la production, accroître leurs stocks, permettre l'accroissement de créances, élargir les opérations, soutenir l'administration, approfondir les recherches, développer les futures générations de produits, rembourser les anciennes dettes, et augmenter les parts de marché » (Welbourne et al., 2012){Notre traduction}. Par ailleurs, Pagano et al (1998) affirment que les entreprises semblent s'ouvrir au public non pas dans le but de financer une croissance et des investissements futurs, mais plutôt pour rééquilibrer leurs comptes affectés par des investissements et une croissance précédemment conduite.

Dans ce genre d'offre, il est primordial de gagner la confiance des investisseurs si l'on veut parvenir à dégager les fonds nécessaires. Une série d'outils sont proposés et un nombre impressionnant d'études sont illustrées pour discuter des moyens les plus rentables pour générer la meilleure IPO possible. On retient, par exemple, les dépenses marketing vs la sous-évaluation. Dans le premier cas, on tente de proposer un prix premium basé sur un réseau de partenaires, la loyauté des investisseurs assurée notamment par la conduite de road show, la réduction de l'asymétrie d'informations menant ainsi vers une augmentation des cash-flows futurs et une meilleure santé de l'état financier (Luo, 2008). Dans l'autre, on vise à sous-évaluer l'entreprise reflétée par le prix de l'action de l'IPO pour susciter l'intérêt d'un plus grand nombre d'investisseurs, contrebalancer les coûts subis par l'asymétrie d'informations, ou encore répartir le pourcentage de propriété au travers d'une multitude d'actionnaires pour éviter la concentration de propriété entre quelques gros « blockholders » (Howton, 2006). Dans tous les cas, il est toujours préférable pour l'entreprise d'engager un intermédiaire de prestige qui apporte confiance au public (Carter et al, 1998 ; Sentis, 2005). Ceci dit, le coût de ses souscripteurs est en moyenne de 5 à 10% des fonds levés (Sentis, 2005).

Si l'on s'attarde quelque peu sur les désavantages à opérer sur un marché public, on retient tout d'abord que l'IPO représente « ... la première fois que la plupart des entreprises lèvent des fonds propres à des investisseurs dispersés » (Baker et Gompers, 2003, p 569) {Notre

traduction}. En effet, il s'agit de se mettre d'accord sur le pourcentage de propriété que les managers et propriétaires décident de vendre à un public varié (Nelson, 2003). C'est suite à la participation de ce public externe que les coûts interviennent avec des examens financiers et opérationnels minutieux du business, une modification des stratégies et de la structure de l'organisation pour s'adapter aux attentes de nouveaux investisseurs et enfin l'obligation stricte de rendre des rapports conformes aux normes du pays, la SEC (Securities and Exchange Commission) pour les U.S. (Certo et al, 2009). Par ailleurs, ces organisations souffrent des aléas d'un nouveau marché, devant encore faire leur preuve pour s'adapter aux demandes du marché public (Certo, 2003). Cet ensemble de restrictions se traduit par une somme non négligeable de coûts qu'il faut balancer avec les avantages générés avant de prendre la décision de s'introduire en bourse.

1.3.2 Liquéfier son patrimoine

En général, on identifie trois à quatre types d'actionnaires pré-IPO : les fondateurs, les « venture capitalists », les « business angels » et les « private equity investors »⁵. Ils sont les premiers investisseurs de l'entreprise et lui ont permis de se développer et de garantir sa croissance. Ces investisseurs en phase de démarrage ont des objectifs et un horizon temporel d'investissement varié (Bruton et al, 2009). Cependant, à l'heure d'une IPO, la plupart s'intéressent au rendement de leur investissement initial. En effet, l'IPO représente souvent « ...le premier 'événement de liquidité' dans le cycle de vie d'une firme en croissance rapide lorsque ses fondateurs et investisseurs initiaux commencent le processus de matérialisation de la valeur de leur participation dans l'entreprise » (Brav and Gompers, 2003, p1) {Notre traduction}. Derrière cette belle opportunité se cachent pourtant certaines contraintes. Vis-à-vis des investisseurs publics, cette cession de titres peut signifier l'arrivée de comportements opportunistes par les managers et restreindre les attentes pesées sur les possibilités de croissance par les investisseurs du marché public (Sentis, 2005). Les racines de la littérature sur la théorie de l'agence identifient trois sources potentielles liées à cet opportunisme: l'asymétrie d'information, la sélection adverse et le « moral hazard ». Ces trois phénomènes directement connectés à l'écart apparent entre la propriété et le contrôle de l'organisation feront l'objet d'analyse dans la troisième partie de ce chapitre concernant les influences aux décisions stratégiques.

⁵ Une attention particulière à chacun d'eux sera consacrée dans le point 1.4.

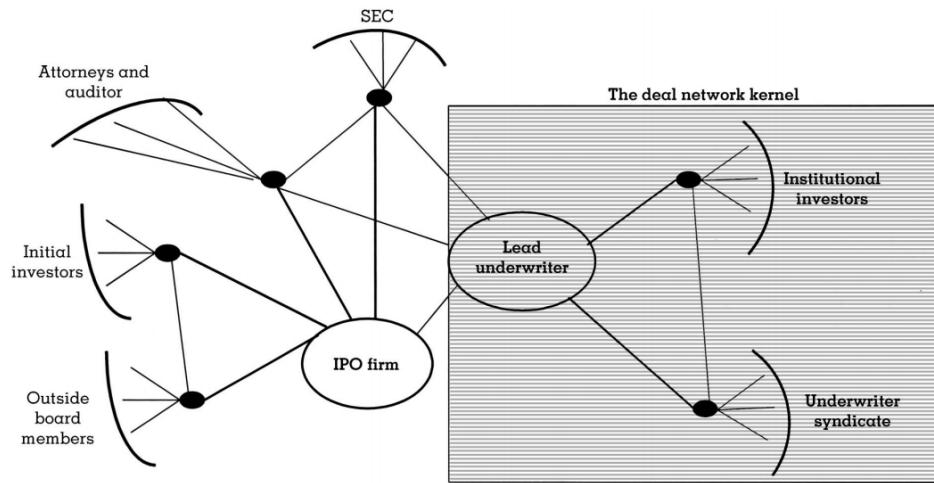
1.3.3 Accroître sa notoriété

En se dévoilant au public, l'organisation gagne de la reconnaissance à grande échelle, suscitant l'intérêt de la presse et rapportant ses résultats aux investisseurs, l'entreprise peut réellement utiliser cette opportunité pour convaincre de la qualité de ses produits, gagner de l'assurance envers ses partenaires, créanciers, clients, fournisseurs et éventuellement attirer de futurs investisseurs. Ce gain de crédibilité peut jouer un rôle direct sur les relations avec les acteurs institutionnels en favorisant, par exemple, des taux plus bas au prochain emprunt. Bien qu'ayant ses avantages, il faut également supposer l'idée d'une évolution négative de l'action qui peut alors entièrement dégrader sa réputation. Toutefois, certains argumentent que le marché boursier dégage un avantage compétitif sur d'autres entreprises opérant dans la même industrie suite à une position financière plus flexible, moins endettée, certifiée par des souscripteurs, et avec des capitaux investis dans la recherche & le développement (Hsu et al, 2010). Toutefois, les concurrents possèdent aussi leurs propres armes. Ils peuvent, par exemple, utiliser l'information dévoilée au public concernant des éléments R&D basés sur des futurs projets, des pratiques de gestion ou encore des stratégies marketing comme une source de substitution à l'entreprise. Selon Pagano et al (1998), cette perte de confidentialité peut accentuer la réticence de certaines entreprises à entrer en bourse. De plus, les concurrents peuvent bénéficier d'une dégradation du cours de l'action incontrôlable dans des périodes où l'indice de marché est en chute libre.

1.4 Les acteurs

L'introduction en bourse induit l'apparition d'un certain nombre d'organismes essentiels à la conversion de l'organisation vers un statut public. En plus des propriétaires de l'organisation, l'intervention de souscripteurs entre l'organisation et son nouveau public d'investisseurs est primordiale. Pour simplifier, j'organise ces relations sous trois blocs principaux : l'entreprise, les souscripteurs et le marché public. En réalité, une série d'acteurs supplémentaires apparaissent indirectement et seront soulignés dans leurs relations avec ces trois divisions. J'ajoute donc une quatrième partie consacrée aux autres parties prenantes. Afin de contribuer au mieux à ma recherche, je tente de faire apparaître les liens entre ces acteurs et leurs influences sur la sphère décisionnelle d'une organisation. Finalement, je base principalement mes rapprochements sur l'« IPO Deal Network » illustré ci-dessous et proposés par Pollock et al (2004).

THE IPO DEAL NETWORK



Source : Pollock et al, 2004

1.4.1 L'entreprise

Dans le processus de préparation d'une IPO, une variété d'acteurs orientent les mécanismes de gouvernance d'une organisation tels que les investisseurs initiaux, les souscripteurs et les fondateurs. Ce type de mécanisme a pour but de mettre en valeur l'organisation afin d'attirer les investisseurs du marché public tout en coïncidant avec les besoins des actionnaires pré-IPO (Arthurs et al, 2009). Dans l'entreprise, on identifie quatre types de propriétaires : les fondateurs, les « venture capitalists », les « private equity investors » et « les business angel investors ». Ensemble, ils génèrent ce qu'on appelle le capital-investissement de départ ou en anglais le « private equity » qui contrairement au « public equity » n'est pas généré par une ouverture de capital au public. Une brève description reprenant les caractéristiques clés de chacun de ces investisseurs pré-IPO aidera à comprendre les conflits d'intérêts existants entre eux, mais aussi avec les investisseurs publics. C'est en comprenant leurs différentes motivations que nous pourrons faire apparaître dans la troisième partie de ce chapitre les conflits influençant les décisions stratégiques de l'organisation.

a) Les fondateurs

Ce sont les architectes de la structure et stratégie de l'entreprise (Nelson, 2003). Selon Robbins(2005), les fondateurs détiennent une certaine vision sur le comportement de leur organisation et sont généralement libres de leurs choix sans être entravés par des contraintes

précédentes. Le rôle et l'influence d'un fondateur sont énormes et se reflètent dans l'image de l'organisation. Voici quelques exemples soulignés par Nelson(2003) : Bill Gates & Microsoft, Michael Dell & Dell Computers, Lillian Vernon, Ralph Lauren, Herb Kelleher& Southwest Airlines. Bruton et al. (2009) affirme que lors d'une IPO, les fondateurs sont généralement le plus grand groupe d'actionnaires.

b) Les « ventures capitalists »

Les capital-risqueurs, en anglais « venture capitalists », abrégé sous la forme 'VC' sont « ...soit les partenaires généraux d'un partenariat limité ou les employés d'une banque ou institution financière dont la spécialité est d'investir dans de nouvelles entreprises pour ces groupes respectifs » (Bruton et al., 2009, p 496) {Notre traduction}. En général, les VC investissent dans des start-ups ou des petites entreprises désirant s'agrandir, mais n'ayant pas accès au financement public (Investopedia, 2015b). Le VC est grandement motivé par la clôture de son investissement afin de redéployer ses actifs ailleurs, distribuer les actifs aux investisseurs de partenariat limité, et établir une feuille de route de sortie pour lever de nouveaux fonds(Brav et Gompers, 2003). Les VC sont des investisseurs actifs. Ils participent en siégeant au conseil d'administration de l'entreprise, en apportent des conseils et en engageant des managers clés (Gompers et Lerner, 1998). Ils rentabilisent généralement leur investissement au travers d'une IPO, mais vendent leurs titres souvent après avoir entrepris avec des souscripteurs un « lock-up agreement » qui les empêche de vendre leurs titres pour plusieurs mois (Gompers et Lerner, 1998). Finalement, lorsqu'ils ont enfin la possibilité de dégager le fruit de leur engagement, une série d'explications soutenues par Gompers et Lerner (1998) montre pourquoi il est souvent plus intéressant pour les VC de distribuer leurs titres aux différents investisseurs plutôt que de les vendre directement et transférer du cash.

c) Les « private equity investors »

Ce groupe d'investisseurs peut porter à confusion. C'est principalement aux U.S. où l'on note la distinction entre les PE et VC alors qu'en Europe, les PE forment un grand groupe dans lequel on retrouve notamment les VC. Toutefois, pour marquer la nuance, on observe des singularités dans le type et la taille des entreprises qu'ils achètent, les montants qu'ils investissent et le pourcentage de propriété détenu. La plupart des compagnies « VC » acceptent des positions minoritaires au travers de multiples investissements alors que les compagnies « PE » cherchent un contrôle absolu dès le départ avec des centaines de millions

investis par le rachat en une seule transaction (WilmerHale, 2014). La durée d'investissement des partenaires privés varie entre 5 à 9 ans pour les « VC » alors que les investisseurs « PE » ciblent un retour sur investissement plus rapide (Wilmerhale, 2014). Enfin, concernant les performances, Levis(2011) et son échantillon de firmes du London Stock Exchange durant la période de 1992-2005 démontrent que les PE-backed IPO sont plus larges en termes de ventes et d'actifs, mais aussi plus rentables, avec un rendement relativement modeste le premier jour. En outre, ils font preuve d'une meilleure performance opérationnelle et de marché comparé aux autres types d'IPO, trois ans après s'être introduit en bourse (Levis, 2011).

d) Les « Business Angels »

Les BA sont des individus aisés et fructueux qui, contrairement aux VC, investissent à long terme et sont leur propre commettant (Bruton, 2010). De ce fait, les BA « ...éprouvent moins le besoin de vendre leurs titres, sont plus engagés dans la santé à long terme de l'entreprise, et sont plus entrain à participer dans des activités de surveillance ex post » (Osnabrugge, 2000, cité par Bruton, 2010, p 497) {Notre traduction}. Politis(2008) identifie quatre rôles apportant de la valeur ajoutée à l'entreprise par les BA : un rôle stratégique au conseil d'administration, un rôle de surveillance et de contrôle, un rôle d'acquisition des ressources, et un rôle de mentor. Il visionne ces rôles comme une relation de complémentarité entre chacune de ces valeurs ajoutées aboutissant vers un foisonnement potentiel des performances.

1.4.2 Les souscripteurs

Selon Pollock et al (2004, p53), « ...une approche fructueuse serait de percevoir l'IPO comme un réseau éphémère de transactions dans lequel les parties prenantes se rassemblent pour une période de temps limitée afin de rendre l'organisation publique » {Notre traduction}. Parmi ces parties prenantes, les souscripteurs représentent le noyau du réseau de transaction des IPO puisqu'ils attirent les investisseurs, ceux-ci étant indispensables à la levée du capital. Ils occasionnent principalement deux liaisons, l'une avec un syndicat de souscripteurs et l'autre avec des investisseurs institutionnels (Pollock et al, 2004). La première relation rassemble un certain nombre de banques d'investissement dans le but de distribuer les titres plus facilement. Ce petit groupe de banque, aussi appelé « Mandated Lead Arrangers » va syndiquer le prêt à un large groupe de banques participantes (Knaepen, 2014). Cette structure permet de réduire le risque et les coûts liés à l'IPO, donne la possibilité aux clients d'autres banques d'avoir accès aux titres, et habilite le ou les souscripteurs principaux à tirer profit des

ressources sociales additionnelles afin d'optimiser les résultats de l'introduction en bourse (Pollock et al, 2004). La seconde relation projette d'attirer directement les investisseurs institutionnels qui achètent généralement la majorité des parts au travers de bookrunners, le reste étant acquis par des investisseurs individuels (Pollock et al, 2004). Via ces deux relations, le souscripteur « ... collecte les intentions d'achat des investisseurs, fixe le prix d'offre et alloue de manière discrétionnaire les parts auprès de ces investisseurs » (Sentis, 2005, p 228). En réalité, il existe plus que deux structures financières pour permettre à l'entreprise de se financer. Toutefois, certaines structures sont plus appropriées pour des transactions de plus petite taille et doivent impérativement être différenciées entre leurs fonctions d'apport de capitaux ou d'agrandissement de dettes.

1.4.3 Le marché public

On distingue le marché primaire du marché secondaire. Le premier étant utilisé pour l'émission de titres lors de l'introduction en bourse et le second permettant aux investisseurs d'acheter/vendre des actions et d'évaluer les titres des entreprises (Knaepen, 2014). Les acteurs du marché public sont principalement constitués d'investisseurs institutionnels, comprenant généralement des banques d'investissement, des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des « hedge funds » et des fonds communs de placement. Le marché public accueille aussi de petits investisseurs individuels, appelés « retail investors » qui peuvent agir directement ou être représentés par un courtier, un « account manager » ou des clubs d'investissement. L'ensemble de ces investisseurs diffèrent, bien entendu, dans la taille de leur investissement, mais pas seulement. Leur horizon temporel et leurs motivations sont multiples. Nous verrons par la suite comment les conflits d'intérêts entre les représentants d'investisseurs, internes ou externes, au conseil d'administration affectent les managers dans l'élaboration de stratégies. Concernant la problématique, le marché des capitaux représente littéralement « la cour de jeux » dans laquelle les organisations devront s'infiltrer et allouer leurs ressources d'une manière optimale pour y en retirer profit correctement.

1.4.4 Les autres parties prenantes

Si l'on se réfère à l'IPO deal Network de Pollock et al (2004), une série d'autres acteurs influencent l'entreprise dans son ouverture au public. Ils existent parce que l'entreprise ne peut s'en passer si elle veut répondre aux exigences du processus d'IPO. On y retrouve des avocats, auditeurs, juristes, conseillers, agences de communication, ... Ils supervisent la « précision des informations financières, la due diligence, les règles des marchés boursiers, la

préparation du prospectus, l'évaluation de l'entreprise, le marketing, les conditions légales et réglementaires, l'IPO bookbuilding & la détermination du prix, l'allocation des titres et la stabilisation du prix post-IPO » (Knaepen, 2014, p123). Pour garantir la régulation des marchés financiers, assurer la protection des investisseurs et empêcher certains actes frauduleux, différents organismes commandités ou non par le gouvernement sont mis en place et agissent en fonction des lois en vigueur dans le pays ou la région respective.

Au travers la deuxième partie de ce chapitre, on regarde comment les lois financières à effet rétroactif peuvent influencer les capacités d'une organisation à conduire normalement le cours de ses activités.

2. L'influence des réglementations

Introduction

Le système financier connaît aujourd'hui une somme non négligeable de restrictions qui se sont spécialement accrues au cours de ces dernières années. Cette amplification semble être corrélée en partie aux grandes crises qu'ont encouru les marchés boursiers, les investisseurs, consommateurs, emprunteurs et prêteurs pour ensuite se propager sur l'économie totale d'un pays voire même d'un continent entier. Cet effet rétroactif consistant à mettre en vigueur des lois gouvernementales strictes en réponse aux dégâts occasionnés, accroît la tâche de travail imposée à l'organisation si elle conjure à une augmentation publique de capital. Une décomposition de ce phénomène au travers des dernières impositions charpente la thématique principale de cette section. Il est à noter que le but de cette partie n'est pas d'accumuler un maximum de mesures spécifiques à chaque pays, mais d'illustrer au travers un échantillon de réglementations en quoi ces restrictions influencent les priorités managériales.

Les effets des réformes financières

De ce que l'on entend, les dispositifs du système financier sont là pour aider et protéger les investisseurs avec des limites empêchant la reproduction d'actes frauduleux. Rodarie (2013) analyse l'amélioration ou non de ces dispositifs pour le système financier et l'activité économique après la crise de 2008. Il élabore deux constats :

« Tout d'abord, premier constat, la nature et les racines intellectuelles des dispositifs, comptables et prudentiels, au cœur des débats, n'ont pas été fondamentalement remises en cause. Les réformes se sont davantage attachées à répondre par des juxtapositions de dispositions, souvent pertinentes, à l'ensemble des problèmes identifiés. De plus, deuxième constat, les réponses institutionnelles et politiques ont produit une complexification croissante des règles de toute nature » (Rodarie, 2013, para 2-3).

Ces deux observations illustrent l'extrême complexité dans l'application des outils de financement, tels que les IPO, par l'ajout de nouvelles lois plutôt que de remettre en cause l'ensemble du système.

Les hommes politiques du G20, réunis plusieurs fois après la crise, placent l'attention sur la stabilité financière au travers de la transparence, la responsabilité, les fonds propres, la séparation des activités, la protection du consommateur, la lutte contre les paradis fiscaux et réglementaires, la limitation des comportements déviants et frauduleux des organisations, la lutte contre l'optimisation fiscale des grands groupes, et autres (Rodarie, 2013, para 8). Toutefois, leur mise en pratique laisse à désirer et décourage de plus en plus de CEO à entreprendre une levée de capital. Dalziel et al(2010) parlent de responsabilisation désavantageuse, de nombreuses obligations et de maux de tête suite aux réglementations lorsque l'on joint une entreprise en phase d'IPO. Ils décrivent ce phénomène contraignant lié aux nouvelles lois comme « l'effet non intentionnel de la réduction de l'efficacité des conseils d'administration, particulièrement pour ceux de nouvelles entreprises se préparant à leur introduction en bourse » (Dalziel et al, 2010, p 26) {Notre traduction}. A cela, Rodarie (2013, para.101) rajoute que

« ...les réformes mises en place produisent de plus en plus de complexités, de mesures incontrôlables et vraisemblablement de dispositifs inefficaces. Elles alourdissent de plus en plus les travaux, génèrent des coûts et rigidifient les organisations. Cette complexité est donc peut-être une expression concrète et vécue de la maladie que ces réformes cherchaient pourtant à soigner ».

Cette complexité grandissante n'est donc pas sans conséquence pour les organisations du marché public soumises à de plus amples exigences. Toute personne impliquée est sujette à une préparation accrue pour conformer à l'étendue des impératifs, et ce principalement dans le secteur des résultats opérationnels, des contrôles internes, de la gouvernance d'entreprise, de la compensation des directeurs et des facteurs de risques (Wilmerhale, 2014). En effet, ces dernières années, les exigences sur la divulgation d'information se sont multipliées, les attentes liées à la performance du marché des IPO ont augmenté, et les CEO de compagnies publiques sont soumis à une attention particulière quant à leur risque personnel plus que jamais auparavant (WilmerHale, 2014). De plus, le rôle du CEO a encore grandi et s'est

complexifié par l'influence grandissante d'investisseurs institutionnels et de la migration des médias sociaux dans les paramètres de l'entreprise (WilmerHale, 2014).

Si l'on en vient à mesurer cette masse de travail élargie, on estime l'échéancier du processus, du coup d'envoi formel par une réunion d'organisation jusqu'à la date de tarification de l'action, doublé depuis ces douze dernières années (Wilmerhale, 2014). Ce travail et ce temps consommés génèrent aussi des coûts en termes de souscription, redevable d'environ 7% des fonds levés aux souscripteurs avec des dépenses pour s'ouvrir au public variant de 2,5 à 4 millions de dollars (WilmerHale, 2014).

En prenant l'exemple de la loi Sarbanes-Oxley en 2002 faisant suite aux scandales financiers des entreprises Enron, Worldcom ou Tyco aux Etats-Unis dans les années 2000, Iliev (2010) y découvre des frais majorés par l'appel à des auditeurs externes et des contrôles internes. Par ailleurs, Kaserer et al. (2009) soulignent d'autres frais rehaussés, suite à la demande de services de firmes de comptabilité et juridique pour la bonne préparation d'IPO. Suite à cette liste désavantageuse de coûts encourus, la loi restrictive semblerait avoir la conséquence non intentionnelle de diminuer l'attractivité de l'émission de titres et amènerait une réduction du volume d'IPO (Doidge et al., 2010; Cattaneo et al., 2015 ; Gao et al., 2014). Par ailleurs, l'introduction de cette loi a servi de paradigme influençant des changements régulateurs analogues en Europe. La même année, le *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, émis par la Commission Européenne, recommandait des pratiques en gouvernance d'entreprise similaires aux dispositions de la SOX (Ritter et al, 2013). Bien que le contenu varie d'un pays à l'autre en Europe, les codes sont assez bien alignés avec les directives européennes recommandant « ...un équilibre entre les directeurs indépendants et non indépendants au conseil d'administration, la séparation des positions de CEO & Président du conseil d'administration, des procédures formelles et transparentes pour la nomination de directeurs au conseil, et des systèmes de contrôle interne effectif » (Akyol et al., 2014, p 46).

Si l'on reste concentré uniquement sur l'Europe et les Etats-Unis, une liste assez étendue de réglementations peut être identifiée suite aux différentes crises financières. Rien que pour 2008, on souligne parmi les grandes lois ou directives le Dodd-Frank Act, TTF, EMIR, AIFM, Bâle 3, CRD IV ou Solvency II (Rodarie, 2013). En réalité, depuis 2008, la Commission européenne a lancé plus de quarante mesures afin « d'établir de nouvelles règles

pour le système financier global ; afin de bâtir en Europe un secteur financier sûr, responsable et apte à contribuer à la croissance; et enfin pour instaurer une union bancaire qui renforcera l'euro » (Commission européenne, 2015, para 2). Une liste de ces lois est disponible sur le site de la commission européenne, accessible via la bibliographie.

Cependant, une distinction est à noter entre ces deux régions. En effet, les racines mêmes des institutions légales actuelles émanent de la distinction entre deux grandes familles de systèmes juridiques, la « common law » et le droit civil (Bruton, 2010). La première est originaire d'Angleterre médiévale et s'est répandue au travers de ses colonies jusqu'aux Etats-Unis, Hong-Kong, Singapour, Australie, Nouvelle-Zélande et l'Inde (Bruton, 2010). Le droit civil repose quant à lui sur les traditions romaines avec un principe législatif plutôt que jurisprudence. En comparaison à la loi civile, la « common law » attache une importance extrême à la protection des investisseurs minoritaires, beaucoup plus que la loi civile selon les indices « Ease of Shareholder Suits » et « Strength of Investor protection » (World bank, 2008, cité par Bruton, 2010). On pourrait alors penser que la restriction des réglementations est assouplie dans les régions suivant le Code civil et pourrait ainsi bénéficier à l'organisation voulant entrer en bourse en termes de volume de tâches et de l'influence que ces réglementations émettent sur les décisions stratégiques.

A l'inverse, durant des périodes d'expansion, certaines réglementations sont là pour encourager la formation de capital public. En effet, Cattaneo et al (2015) affirment que lors de période d'expansion, les régulateurs font face à une diminution de la demande de protection des investisseurs. Ainsi, les agents du marché financier exercent une pression pour implémenter des interventions plus laxistes, par leurs sentiments partagés et leurs forces coercitives, afin de permettre au mieux la formation de capital (Rajan and Zingales, 2003 ; Chinn and Ito, 2006, cité par Cattaneo et al., 2015). Les régulateurs étant inévitablement influencés lorsqu'ils conçoivent la loi, ceux-ci diminuent ainsi les coûts de conformité pour les entreprises. Cela se reflète, par exemple, au travers du JOBS Act de 2012, élaboré dix ans après la loi Sarbanes-Oxley, et conçu pour stimuler la croissance économique en apaisant les restrictions et en facilitant l'accès au capital public pour les entreprises émergentes en croissance. WilmerHale (2014) évoque principalement l'apaisement de la divulgation d'informations financières, un relâchement des restrictions comptables et auditives, une réduction de la divulgation de compensation des directeurs et enfin le document S-1 apportant

de la confidentialité en gardant les plans IPO secrets aux yeux des concurrents et employés jusqu'à une certaine période dans le processus.

A cela, il ne faut pas pour autant négliger les effets positifs des mesures restrictives. En apportant plus d'informations aux investisseurs, les régulations réduisent l'asymétrie d'informations entre les investisseurs, émetteurs et intermédiaires, amenant de l'information partagée également, et pouvant ainsi améliorer les mécanismes de fixation du prix de marché et la confiance du public (Cattaneo et al., 2015). De plus, il faut souligner l'effet filtrant des régulations sur le marché des IPO. En effet, les firmes de basse qualité sont freinées par les mesures strictes, diminuant ainsi l'asymétrie d'informations et leur chance de combattre contre les firmes de bonne qualité. Enfin, Lewellen (2006) rajoute que les firmes de plus petites tailles et plus jeunes présentent, en général, plus d'incertitudes et d'asymétries d'informations comparées aux entreprises larges et matures qui sont plus robustes et avec une plus grande expérience managériale. Les résultats de Cattaneo (2015) ne montrant aucune adaptation à la taille des entreprises par les régulations américaines, l'effet marginal de ces mesures est nettement plus significatif pour les entreprises de petite taille. Néanmoins, ceci n'est pas vrai pour l'Europe où les marchés boursiers sont organisés en segments, avec un marché principal et un ou plusieurs marchés secondaires conçus typiquement pour rencontrer les besoins d'entreprises plus petites et jeunes (Vismara et al., 2012, cité par Ritter et al., 2013).

Cette correction des inefficacités de marché et l'apport de stabilisation au système financier amènent à raisonner sur l'ensemble des affirmations précédentes. Alors que la littérature financière et juridique affirme par défaut que des marchés capitaux mieux régulés développent des mécanismes et remèdes pour adresser l'asymétrie d'informations et la sous-évaluation des IPO, augmentant ainsi les chances de survie de firmes s'ouvrant au public (La Porta et al., 1998 ; Shi et al., 2012 ; Akyol et al., 2014; Ekkayokkaya et Pengniti, 2012), créent-ils pour autant un avantage suffisant si l'on pèse en contrepartie les nouveaux coûts redevables à cette survie (Doidge et al., 2010; Gao et al., 2014 ; Ritter et al., 2013) ? Autrement dit, est-ce que les nouvelles préoccupations du CEO ne sont-elles pas un danger plutôt qu'une aide à la survie de l'organisation ?

Pour ce faire, les régulateurs doivent pondérer le dilemme entre la protection des investisseurs et l'octroi d'opportunités pour lever du capital. Par ailleurs, notre échantillon d'interviews apportera une vue plus claire sur ce qui est réellement ressenti par les organisations.

3. Les changements au sein de l'entreprise suite à l'IPO

Il est maintenant temps d'introduire le cœur du sujet en rassemblant les principales transformations en corrélation avec le type de grand événement organisationnel que représente l'IPO. Pour ce faire, on apporte une identification des perturbations engendrées sur base de la théorie de l'agence, notamment par l'écart qui se construit entre les propriétaires et les gestionnaires suite à l'ouverture de capital au public. Sur cette base, une analyse des propriétaires et gestionnaires, soit du principal et son agent, respectivement, amasse les influences pesées sur l'organisation, soit dans leur structure et comportement. Par ailleurs, il est à noter qu'une grande partie des contributions à cette recherche viennent contester ou ajouter de nouveaux concepts aux théories, celle-ci n'étant exploitée qu'en tant qu'appui. Cette partie se décompose donc comme suit : 1. L'évènement transformationnel 2. La théorie de l'agence 3. Les Principaux 4. Les Agents.

3.1 L'évènement transformationnel

A tout lancement d'entreprise est lié un certain nombre de risques occurring conjointement avec les perspectives d'évolutions projetées par l'équipe managériale. Parallèlement, l'organisation développe à travers le temps une certaine dépendance à sa routine organisationnelle basée sur ses modèles d'activités et objectifs en termes de performance et actions entreprises, amenant un certain confort, mais aussi une frayeur au changement. Le danger lié à ce type de pressions inertielles est réel et provoque ce que les théoriciens de l'écologie organisationnelle appellent la « liability of newness » (Stinchcombe, 1965). La « liability of newness » correspond à l'ensemble des problèmes liés au nouveau statut de l'entreprise et engendrés par l'incompréhension de son nouvel état, avec un taux proportionnellement plus grand d'échec pour les jeunes entreprises (Stinchcombe, 1965). Fischer et Pollock (2004) pointent du doigt l'impact significatif d'évènements transformationnels durant le cycle de vie d'une entreprise provoquant la réintroduction du risque associé à la « liability of newness ». Ainsi, l'introduction en bourse est perçue comme « ...un changement transformationnel dans les opérations organisationnelles qui diminue l'efficacité et augmente le taux d'échec, du moins dans le court terme, puisque les ressources et l'attention sont détournées des fonctions opérationnelles routinières et normales vers des processus impliquant une adaptation et réorientation (Haveman, 1992, cité par Fischer et Pollock, 2004, p 463) {Notre traduction}. Ces nouveaux processus poussent les entreprises à

se battre pour adopter des stratégies, des processus opérationnels et administratifs internes, et/ou des externalités et relations (Amburgey, Kelly, & Barnett, 1993, cité par Fischer et Pollock, 2004). En effet, les IPO augmentent les examens financiers et opérationnels du business qui requièrent des ajustements dans la structure et les stratégies pour satisfaire les attentes des nouveaux investisseurs et faire face aux pressions du marché boursier (Certo et al., 2009).

La littérature de la gestion stratégique des ressources humaines conseille une adaptation des politiques des ressources humaines au sein de l'organisation pour correspondre avec les stratégies nouvelles ou altérées suite à l'IPO (Welbourne, 1996). En effet, le statut public force l'entreprise à ajuster ses objectifs en concordance avec les nouvelles préférences liées aux aspirations et horizons temporels des investisseurs hétérogènes (Hoskisson et al, 2002). Pour y parvenir, l'organisation doit, entre autres, réallouer autrement ses ressources en optimisant la puissance et l'engagement d'acteurs clés, ainsi qu'en promouvant le capital social interne et externe à l'organisation (Amburgey et al., 1993, cité par Fisher et Pollock, 2004). En plus de cela, Dalziel et al (2010) soulignent les coûts de gouvernance liés à l'altération de la gouvernance d'entreprise et des effets ultérieurs de sous-performance dans le long terme qu'implique une IPO. Pour information, « la gouvernance d'entreprise est l'ensemble des mécanismes adoptés pour gérer la relation entre les parties prenantes et est utilisée pour déterminer et contrôler l'orientation stratégique et la performance des organisations (Hitt et al, 2007, p 302) {Notre traduction}. L'organisation subit effectivement une restructuration puisque « de nouveaux directeurs sont engagés, des procédures de gouvernance plus formelles sont mises en place et du personnel additionnel est employé pour s'occuper des exigences de déclaration des organismes de régulation et de contrôle des marchés financiers comme la SEC aux USA ou l'ESFS en Europe » (Husick & Arrington, 1998; Price Waterhouse, 1995, cité par Fisher et Pollock, 2004, p 464).

En somme, l'équipe managériale doit apprendre à gérer une nouvelle liste de compétences et rôles nécessaires pour supporter les changements non intentionnels déclenchés par ce type d'évènement transformationnel. Il s'agit principalement de savoir comment s'organiser avec une plus faible flexibilité dans la discrétion managériale, gérer l'augmentation de la surveillance du conseil d'administration, faire face à une plus grande demande d'investisseurs pour des performances à court terme, et accepter moins de tolérance sur la

presse négative et la volatilité des performances (Price Waterhouse, 1995, cité par Fischer et Pollock, 2004).

Par la suite, l'entreprise doit également réfléchir à l'allocation de ses nouvelles ressources financières levées. Dans tous les cas, toute initiative entreprise est considérée comme une opportunité stratégique nouvelle pour l'organisation. Toutefois, elles peuvent varier dans leur nature. Hoskisson et al (2002) considèrent, d'une part, les innovations basiques et les activités entrepreneuriales internes à l'organisation comme, par exemple, les investissements en R&D ou le développement de nouveaux produits. D'autre part, ils s'intéressent aux acquisitions déplaçant les frontières de l'organisation et générant l'accès à de nouveaux produits, marchés géographiques et processus avec lesquels la firme a très peu d'expérience (Hoskisson et al, 2002).

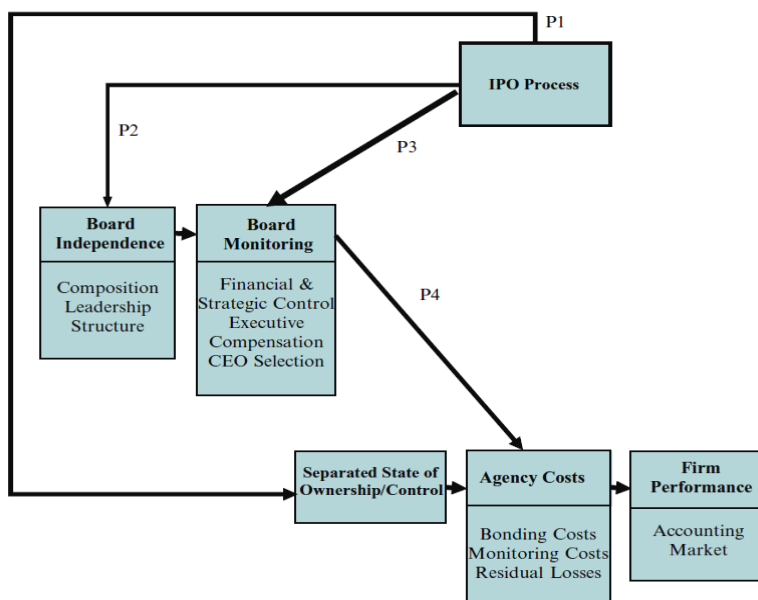
Finalement, au cours d'une IPO, la culture d'entreprise qui se reflète notamment au travers de l'engagement, subit aussi des altérations. Certains employés risquent de quitter l'entreprise en vendant leurs parts ou en exerçant leurs options, tandis que d'autres se découragent à entreprendre les sacrifices personnels requis pour amener la firme en phase d'IPO (Fischer et Pollock, 2004).

En supposant l'effet détériorant des IPO sur le fonctionnement journalier de l'organisation, l'étude met, maintenant, en évidence les changements organisationnels pour calibrer ensuite les mesures envisageables face à ces transformations.

3.2 La théorie de l'agence

Pour apporter un support d'informations pertinent, les explications se basent en partie sur le modèle de Dalziel et al. (2010) ci-dessous :

LES EFFETS POST-IPO SUR LES COÛTS D'AGENCES



Source : Dalziel et al. (2010, p 12)

Les conflits d'intérêts entre des parties prenantes liées par un contrat s'avèrent être un problème majeur, spécialement lorsqu'un agent (manager/CEO) retient le contrôle sur les actifs investis par le principal (le propriétaire) (Jensen & Meckling, 1976 ; Arthurs et al, 2008). C'est au travers l'ouverture du capital à un grand bassin d'investisseurs hétérogènes que ce type de problèmes d'agences s'accroît. D'après Nelson (2003, p713), l'introduction en bourse est « ...un acte volontaire et stratégique qui change la structure de gouvernance et la propriété de l'entreprise, généralement de façon permanente » {Notre traduction}. Dans tous les cas, la vente d'actions par les propriétaires initiaux déclenche clairement un degré de séparation entre la propriété et le contrôle dans l'organisation. Ce degré de séparation augmente parce que les investisseurs publics n'ont pas d'engagement direct au jour le jour, aucune tâche de gestion, exercent un contrôle très limité en votant seulement sur une gamme étroite d'émissions qui leur est présentée, et peuvent même manquer de droit de vote significatif (Dalziel et al., 2010). Par ailleurs, dès le moment où le propriétaire-manager ne détient plus 100% des titres, cela signifie également qu'il ne supporte plus l'entièreté des coûts liés aux actes qui diminuent la valeur de l'entreprise (Mak et Roush, 2000). Leur

manque de responsabilité ou d'engagement mêlé à la tentation d'expropriation de la richesse des investisseurs extérieurs crée alors cet écart entre propriétaires et managers générant des problèmes d'agences.

A cet écart est liée une asymétrie d'informations entre le principal et l'agent, sans laquelle les coûts d'agence n'existeraient pas (Eisenhardt, 1989 ; Jensen & Meckling, 1976). Dans ce cas-ci, les investisseurs publics jouent le rôle de principal alors que les équipes managériales dirigeantes sont leurs agents. Cette inégalité dans l'apport d'informations entre les deux parties prenantes n'est pas sans coût puisqu'elle augmente l'incertitude, complique l'évaluation des entreprises et induit ainsi les actionnaires initiaux à proposer un prix « discount » en dessous de la valeur de marché d'une IPO, aussi connu sous le terme de sous-évaluation (Certo et al, 2009). Deuxièmement, cette affirmation suppose alors qu'un problème de sélection adverse se crée si les agents ne divulguent pas l'entièreté de l'information (le timing et le prix d'entrée ainsi que l'allocation des actions) aux investisseurs du marché public (Bruton et al., 2009). Finalement, les managers peuvent profiter de cette asymétrie par diverses actions cachées aux yeux du public avant l'introduction en bourse afin de manipuler le prix de l'action, on parle alors de « moral hazard » (Certo et al, 2009). Il semble donc que la dilution de capital engendre des conflits d'intérêts entre la propriété et le contrôle de l'entreprise.

Dans la théorie d'agence traditionnelle, le conseil d'administration est proposé comme un remède à ce problème puisqu'il est capable de contrôler activement les agents, exercer de la pression, modifier les motivations, ajuster plus en détails le comportement de l'agent avec les intérêts des principaux et dans ce sens, améliorer la performance de la société (Dalziel et al, 2010). Ces mécanismes incluent la motivation de l'agent, la liaison de l'agent au principal, et le contrôle de l'agent. (Eisenhardt, 1989 ; Dalziel et al, 2010, Arthurs et al., 2009 ; Jensen et Meckling, 1976).

Bien que les coûts de liaison et de motivation aient tous deux pour objectif de lier les intérêts du principal à celui de l'agent, une distinction de leurs effets est essentielle pour mitiger correctement les problèmes d'agences. Alors que la liaison place la richesse de l'entrepreneur en jeu et induit l'alignement des objectifs, car les entrepreneurs ne s'engageront pas dans des comportements qui menaceraient leurs propres richesses, les encouragements induisent

traditionnellement l'alignement des objectifs en motivant les entrepreneurs avec la possibilité de gains (Arthurs et al., 2009). Autrement dit, alors que la liaison peut encourager l'entrepreneur à éviter certains comportements négatifs, les motivations encouragent les entrepreneurs à engager certains comportements positifs (Arthurs et al., 2009). Si l'on s'intéresse au contrat de compensation, ceux-ci semblent avoir un effet positif sur la prise de risque et la protection des investisseurs. Certo et al. (2003) affirme que les investisseurs payent une prime plus élevée pour des entreprises composées d'un CEO percevant un plus grand niveau de stock-options, car celles-ci encouragent le CEO à prendre les risques nécessaires pour une croissance future. Les stock-options sont bien souvent utilisées comme outil abordable de compensation contingente et permettent d'équilibrer l'aversion au risque lié au pourcentage de propriété de l'agent (Arthurs et al., 2009). Enfin, les coûts de contrôle sont aussi essentiels pour empêcher les managers de poursuivre leur intérêt personnel dissocié de la maximisation du profit de l'organisation (Hillman et Dalziel, 2003). Ils incluent les coûts liés aux réunions du conseil d'administration, le recrutement et la rémunération des directeurs (Dalziel et al., 2010).

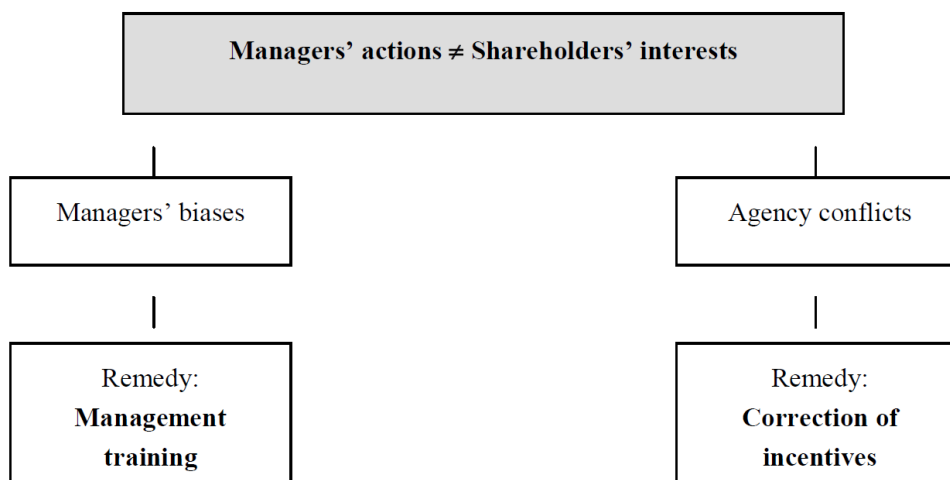
Malgré cette gamme d'outils plutôt efficace pour concorder les intentions de tous, d'autres coûts d'agences, indirects, sont générés suite aux pertes résiduelles engendrées par la distraction à la fois des managers, mais aussi du conseil d'administration (Dalziel et al., 2010). Ce type de coûts se déclenche en assumant l'hypothèse de la « bounded rationality » développée dans la théorie d'agence et affirmant qu'en face de complexité et d'incertitude, les acteurs humains sont limités dans leur capacité à traiter et gérer de l'information (Simon 1957, cité par Eisenhardt, 1989).

Suite aux suppositions de la « bounded rationality » et aux contraintes de temps et d'attentions subies par les directeurs en phase d'IPO, le conseil d'administration ne peut alors pas contrôler de manière aussi efficace le reste des activités non liées aux IPO. La distraction au sein même des membres dirigeants de l'organisation laisse place à l'opportunisme de l'agent, à des pertes résiduelles et freine la performance des firmes. Ainsi les membres du conseil d'administration finissent par contribuer aux coûts d'agences qu'ils étaient supposés réduire et deviennent eux aussi signe de problèmes (Dalziel et al., 2010). Il se peut aussi que les directeurs hésitent à surveiller adéquatement ou scruter minutieusement des stratégies ou des produits potentiellement profitables en période d'IPO, car ils ne veulent pas risquer d'apporter un poids qui menacerait le succès de l'IPO, faiblirait le compte de résultat ou risquerait de diminuer les bénéfices personnels qu'ils attendent de recevoir au travers l'appréciation de

leurs actions et options (Dalziel et al., 2010). Par ailleurs, une fois l'injection de capital reçue, les membres du conseil d'administration vont pousser les managers à implémenter des stratégies préconçues lors de la préparation de l'IPO afin de garantir le rendement espéré par les investisseurs. Seulement, ces stratégies peuvent être déphasées avec le temps et établies sur base d'une levée de capital calculée théoriquement. Ainsi, cette pression subie par les managers et le conseil d'administration effrayé voulant à tout prix respecter le droit des investisseurs, force l'organisation à avancer dans des projets historiquement conçus et venant parfois contredire les besoins de l'organisation actuelle. Cet engrenage déclenche alors une escalade d'engagements non optimale qu'il va falloir par un moyen ou un autre prendre en compte (He and Mittal, 2007).

La représentation suivante illustre grossièrement le problème du manager expliqué à l'instant avec d'une part les biais psychologiques et de l'autre les conflits d'agences:

LES DANGERS ET REMÈDES DU MANAGER SUITE À L'IPO



Source : Nguyen et Schüßler (2012, p 188)

C'est au travers cet ensemble d'interpellations, affectant tous les échelons de l'organisation, que l'attention est mise pour réfléchir non seulement à la survie de l'organisation à long terme, mais aussi à la façon de prioriser ses occupations, une fois cotée en bourse. En effet, la distraction peut se faire ressentir, même à long terme, dans des organisations ayant déjà acquis une certaine expérience sur les marchés boursiers. Pourtant, elles continuent d'exister et parviennent à maintenir une certaine stabilité au cours du temps. Comprendre comment

elles parviennent à gérer, d'une part, l'effort qu'elles fournissent pour garantir la bonne performance de leurs actions sur le marché boursier et d'autre part l'attention qu'elles apportent au reste de leurs activités, rassemblent les intentions principales de ce mémoire. En suivant les deux dernières parties de cette section, nous évoquerons plus en détails certains aspects à prendre en compte dans la gestion des activités pour chaque partie prenante. Cet acheminement permettra peu à peu de ressortir ensuite certaines hypothèses que nous testerons au travers de notre échantillon d'organisations cotées en bourse.

3.3 Le principal

Les investisseurs

Lorsque l'on s'intéresse au principal, il faut prendre en compte les nouvelles préférences hétérogènes de l'actionnariat influençant indirectement la façon dont les décisions sont gérées. Si l'on se réfère à la première partie de ce chapitre, analysant les acteurs liés au processus d'IPO, on distingue les investisseurs privés pré-IPO internes ou externes à l'entreprise, des investisseurs publics post-IPO institutionnels ou individuels. En fonction du pourcentage de propriété, chacun porte un certain poids dans l'élaboration des stratégies qui influent sur les performances de l'entreprise. Si l'on observe la conception des articles scientifiques de la revue de la littérature des IPO, le dilemme souvent crucial dans la conduite d'une IPO repose sur la répartition entre les performances à court terme et à long terme de l'organisation (Certo et al., 2007). Le cadre de cette étude vise à promouvoir la santé future de l'organisation sans tomber dans l'acharnement des évolutions de marché de l'action à court terme. Pour cela, on différencie l'horizon temporel et les incitants des investisseurs afin de connaître lesquels apportent un soutien bénéfique à l'entreprise.

Pour commencer, intéressons-nous aux fondateurs qui, on doit l'admettre, fournissent un effort incroyable pour faire naître une organisation. L'initiation, la mobilisation des ressources, l'établissement légal, l'organisation sociale et le démarrage opérationnel constituent un ensemble primordial d'étapes entreprises par un individu ou un groupe d'individus et prend généralement plusieurs mois voire années (Hannan and Freeman, 1989, citée par Nelson, 2003). Cet engagement à la fois financier, mais aussi psychologique amène à réfléchir sur l'implication accrue du fondateur à prioriser la survie de son organisation avant tout. L'engagement extraordinaire de certains individus dans le système de gouvernance de l'entreprise peut réduire l'assèchement des ressources organisationnelles, un coût 'anti-

agence' en quelque sorte (Fama et Jensen, 1983, cité par Nelson, 2003). Au fur et à mesure que leurs organisations grandissent, les fondateurs font face à un choix ultime : équilibrer la valeur de leur contrôle immédiat et personnel avec les besoins de survie et de croissance de l'entreprise, c'est-à-dire avec la vente d'une partie de leurs titres au public pour financer leurs opérations. En fonction de leurs préférences, le rythme de croissance et les chances de survie de l'organisation seront influencés (Nelson, 2003). « Les mécanismes potentiels de l'influence organisationnelle d'un fondateur incluant les rôles de point focal et d'empreinte, l'engagement psychologique, la position de propriété et de gestion, et la titularisation peuvent être interprétés comme une aide pour permettre à la société de survivre et prospérer. » (Nelson, 2003, p 714) {Notre traduction}. Dans la théorie de la dépendance des ressources, Arthurs et al. (2009) font référence à la propriété psychologique comme mécanisme alternatif au contrat de travail. La propriété psychologique est « la condition par laquelle un individu pense et ressent que la cible ou partie de la cible de propriété est le sien ou la sienne » (Pierce, Van Dyne, & Cummings, 1992, cité par Arthurs et al., 2009, p 858){Notre traduction}. Par ailleurs, Fisher et Pollock (2004) affirment que suite aux énormes investissements personnels en termes de temps, énergie et argent, le fondateur est plus enclin à achever les transformations et voir la compagnie traverser cette période de transition qu'un acteur indépendant externe avec moins de « sunk cost »⁶. Enfin, il faut reconnaître les liens sociaux entre le fondateur et ses employés au travers l'historique de leur travail en commun et la confiance créée au sein du réseau d'individus internes à l'organisation (Fisher et Pollock, 2004). Les fondateurs, membres de famille fondatrice ou du moins toute personne emblématique est donc reconnue comme élément positif à la survie de l'organisation.

D'autres types d'investisseurs peuvent aussi jouer un rôle profitable, spécifiquement dans la concentration de propriété détenue. Howton (2006) défend l'utilité des « blockholders⁷ » dans l'allègement du conflit d'agence par leurs grandes motivations à surveiller les managers et s'assurer qu'ils ne prennent pas de décisions inconsistantes avec la maximisation de richesse des actionnaires. De plus, la présence de ces « blockholders » réduit l'utilisation d'autres outils parfois coûteux pour réduire les conflits d'agences. Encore faut-il, cependant, que les convictions des « blockholders » soient dans les cordes de la stratégie innovante de

⁶ La traduction française de « sunk cost » est coût irrécupérable, qui comme son nom l'indique représente un coût qui a déjà été subi et ne peut pas être récupéré.

⁷ Les blockholders sont considérés comme des gros groupes d'actionnaires extérieurs à l'entreprise et détenant au moins 5% des actions existantes (Howton, 2006, pp 422-423).

l'entreprise à long terme. C'est pourquoi il est essentiel de différencier chaque type d'investisseur.

Si l'on jette un œil aux investisseurs privés, on constate des conflits d'intérêts entre « business angels » et « venture capitalists » dans leur objectif d'investissement. Comme mentionné plus haut, les BA ont tendance à investir à plus long terme et son leur propre commettant, alors que les VC travaillent pour le compte de partenariats limités et cherchent à dégager un rendement plus rapidement (Bruton et al., 2009).

Ces différents traits de caractère sont aussi percevables avec les investisseurs du marché public. Dans le texte d'Hoskisson et al. (2002), les fonds de pension sont différenciés des fonds professionnels. Les premiers fondent leurs stratégies principalement sur la diversification des actions avec peu de pression à court terme étant donné le long horizon temporel des futures pensionnaires et la compensation des managers du fond basé sur un salaire fixe. Pour les managers de fond professionnel, cette compensation est plutôt basée sur la taille ou la valeur nette des actifs du fond. Pour clarifier le texte, les fonds professionnels semblent avoir un horizon à plus court terme et favorisent la diversification de produits externes par acquisition plutôt qu'un investissement interne en R&D pour l'innovation de nouveaux produits (Hoskisson et al., 2002). Alors que l'acquisition de produits existants testés sur le marché puisse générer des rendements immédiats, l'investissement dans des stratégies entrepreneuriales requiert des efforts à longue portée et une prise de risque significative. Toutefois, cette prise de risque sera gratifiée par des rendements liés directement au développement interne de l'organisation. Par ailleurs, la pression à court terme des fonds professionnels ajoute plus d'angoisse pour les managers dans la prise de décision et réduit parfois la prise de risque nécessaire pour la survie à long terme de l'entreprise.

Sur cette base, on conclut que l'activisme des propriétaires dans les décisions d'une organisation en soif de développement se montre bénéfique si les investisseurs détiennent des parts pour de longues périodes en ligne avec la stratégie de l'organisation. En effet, ceci fournit une stabilité dans le prix de l'action, permettant de se concentrer sur des initiatives stratégiques et opérationnelles plutôt que de dépenser du temps excessif à essayer de gérer les investisseurs et analystes concernés uniquement par la performance de l'action à court terme (Rao & Sivaku mar, 1999, cité par Fisher et Pollock, 2004).

Le conseil d'administration

Une grande partie de la littérature analyse le rôle d'agence des directeurs, en se référant à la fonction de gouvernance dans laquelle ils servent les actionnaires par la ratification des décisions managériales et le contrôle de l'implémentation de ces décisions. Dans cette fonction de contrôle, le conseil d'administration a la responsabilité de sélectionner, lier, évaluer, compenser et remplacer des cadres dirigeants qui à leur tour sont responsables de la gestion de l'organisation (Canyon and Peck 1998; Pitcher et al. 2000, cité par Dalziel et al., 2010). « Le conseil d'administration est typiquement établi pour surveiller et implémenter des mécanismes de gouvernance servant à atténuer des comportements qui ne seraient pas en accord avec les meilleurs intérêts à long terme de l'entreprise. » (Arthurs et al., 2009, p847){Notre traduction}. En plus de la théorie d'agence, les directeurs du conseil doivent également veiller à la gestion de certaines ressources clés générant un avantage compétitif, mais dégageant de l'incertitude et de la dépendance devant être maîtrisées par différents incitants comme le décrit la théorie de la dépendance des ressources. Par ailleurs, les organismes de régulation de certains pays reconnaissent la corrélation entre la composition du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Le New York Stock Exchange exige, par exemple, que le comité d'audit soit composé uniquement de directeurs externes et la SEC, quant à elle, recommande que les comités de nomination et de compensation soient dominés par des directeurs externes (Mak et Roush, 2000).

Selon Arthurs et al. (2008), le processus d'IPO crée typiquement une situation d'agence multiple avec des horizons temporels d'investissements et des attitudes face aux risques variables entre les acteurs. Suite à l'IPO, la composition du conseil change pour accueillir une partie plus importante de directeur indépendant. Les directeurs extérieurs indépendants sont généralement perçus comme des contrôleurs centraux de larges sociétés, puisqu'ils tendent à être moins compromis par l'influence des agents comparés aux membres intérieurs du conseil (Walsh & Seward, 1990, cité par Arthurs et al, 2008). Ils permettent ainsi de légitimer l'entreprise sur le marché en signalant qu'une gouvernance crédible est en place (Arthurs et al., 2008). De plus, les administrateurs externes sont incités à surveiller la gestion pour le compte des actionnaires, parce que la demande pour les services d'administration, et par conséquent, la valeur de leur capital humain, dépend de leur efficacité en tant que spécialistes du contrôle décisionnel.

Les directeurs internes peuvent, toutefois, se montrer pertinents pour maintenir des stratégies à long terme lorsque certains investisseurs ont en tête une sortie à court terme. Kroll et al. (2007) défendent l'idée d'un conseil siégé par des membres du Top management Team⁸, internes à l'entreprise, car ils possèdent des connaissances tacites précieuses, une vision entrepreneuriale et occupent une position idéale pour garantir la surveillance des agents. A cela, il faut considérer l'expérience de membres internes, leur statut d'employé, leur motivation à éviter la sous-évaluation due au manque à gagner par les bénéfices d'une plus grande levée de capital, leur accès à des informations plus stratégiques, leur « psychological ownership », leur meilleure compréhension des ressources et des implications de l'incertitude organisationnelle et enfin leur connaissance et motivations à protéger leurs investissements (Arthurs et al., 2008).

Toutefois, les coûts d'agences dépendront du pourcentage de propriété détenu par ces propriétaires internes. Mak et Roush (2000) expliquent qu'au plus bas est le pourcentage détenu, au plus bas seront les coûts supportés par des actions détériorant la valeur de l'organisation. C'est pourquoi, si les parts retenues par les propriétaires internes sont faibles, l'aversion au risque faiblit et les coûts d'agences augmenteront pour supporter le contrôle supplémentaire nécessaire.

Bien que certains agents aient la volonté de préserver la base d'actifs comprenant les ressources de liquidité, les structures de connaissance, et les relations organisationnelles pour générer des rentes futures, il faut, par ailleurs, se conscientiser avec « la quantité produite de risque perçu » affectant les actions d'un décisionnaire. Lorsque les agents perçoivent une possession de gain, ils ont l'impression de supporter plus de risque parce qu'il y a plus d'argent en jeu dans leur prise de décision (Arthurs et al., 2008). Cette perception de risque est directement subie par les directeurs internes qui ont une longue position au sein de l'organisation avec certaines routines et habitudes rendant un changement dans l'emploi difficile à accepter, particulièrement si cela réduit ou supprime leur richesse personnelle et leur position. Ainsi, une longue titularisation et l'attachement psychologique qui y est lié peuvent augmenter la perception du risque supporté et par là même augmenter l'aversion de pertes entre les directeurs internes (Arthurs et al., 2008). Finalement, les administrateurs externes fourniront une surveillance plus impartiale alors que les directeurs internes fourniront

⁸ En français le TMT, Top Management Team, est l'équipe mangériale dirigeante de l'organisation.

un meilleur accès aux informations stratégiques essentielles pour guider l'entreprise, avec pour chacun une préférence accordée à leur expérience entrepreneuriale (Baysinger & Hoskisson, 1990; Zahra, 1996, cité par Arthurs et al., 2009).

3.4 L'agent

Le CEO est crucial dans une équipe managériale puisqu'il obtient toujours le dernier mot dans la prise de décision. Suite à une IPO, deux questions fondamentales se posent alors sur la structure de l'organisation. Premièrement, est-il plus intéressant de faire appel à un manager professionnel pour gérer la pression des marchés boursiers ou au contraire garder le CEO, souvent fondateur, en place ? Deuxièmement, est-ce que le dual leadership est réellement nécessaire pour une organisation cotée en bourse ? Après avoir tranché ou non en faveur de ces deux questions, une analyse des biais psychologiques auxquels les managers sont confrontés conclura cette revue de la littérature.

Fondateur ou manager professionnel ?

En invitant les actionnaires initiaux à vendre une portion de leurs titres à des actionnaires externes, l'IPO introduit une marge d'incertitude pour les individus envisageant un investissement dans l'entreprise (Certo et al., 2007). Le CEO est alors souvent considéré comme l'image représentante de l'organisation apportant de la confiance ou de l'incertitude en fonction de son statut et de son degré de propriété dans l'organisation. Plusieurs facteurs semblent jouer un rôle dans la survie de l'entreprise : l'intérêt personnel du management, la présence de « blockholders » extérieurs, et la stabilité de l'entreprise (Howton, 2006). Comme un changement dans le leadership est souvent associé à des changements dans l'orientation stratégique, la présence d'un fondateur-CEO lors ou suite à une IPO peut résulter en une continuation ou extension de la stratégie existante de l'entreprise, donc réduisant les risques associés avec des changements stratégiques radicaux exigeant des compétences ou connaissances que la firme ne possède pas (Fisher et Pollock, 2004). De plus, le statut de fondateur réduit les conflits et batailles politiques internes et aspire plus de confiance, augmentant ainsi la probabilité que les individus acceptent les décisions et se soumettent aux directives (Fisher et Pollock, 2004). Si le CEO n'est pas le fondateur, le capital social relationnel et cognitif développé avant l'évènement transformationnel risque d'être détruit et les manœuvres politiques intensifiées puisque les individus rivalisent pour attirer les faveurs

de puissants groupes et former des coalitions pour promouvoir leurs propres intérêts et positions (Tyler & DeGoey, 1996; Westphal, 1998, cité par Fisher et Pollock, 2004). En résumé, la présence d'un CEO-fondateur avec une part de propriété significative dans une organisation cotée en bourse tend à préserver la vision, culture et continuité stratégique de l'entreprise (Fisher et Pollock, 2004), ce qui augmente directement la valeur de l'organisation (Martens et al., n.d.). L'annexe 6 illustre le taux d'échec d'une organisation en fonction du pourcentage de propriété d'un fondateur ou non-fondateur.

Jusqu'à présent, on suggère qu'à l'inverse des managers extérieurs, le fondateur a une meilleure identification personnelle, une plus grande forme d'engagement, et apporte plus de confiance vis-à-vis des employés. Toutefois, selon Certo et al. (2001), les managers extérieurs sont généralement plus objectifs dans l'évaluation d'une entreprise suite à la 'distance émotionnelle' qu'ils ont vis-à-vis des sociétés qu'ils gèrent. Cette distance émotionnelle augmente la précision avec laquelle ces managers visionnent les capacités et challenges de l'organisation (Certo et al., 2001). En plus du manque d'objectivité, Ritter et Welch (2002) notent le suroptimisme du fondateur, suite à son niveau élevé d'attachement à la firme, constituant un obstacle pour une gestion efficiente. Par ailleurs, « alors que les fondateurs peuvent acquérir de nouvelles compétences au cours du temps, des changements fondamentaux dans le style de gestion n'émergent généralement pas en réponse à la demande d'un contexte organisationnel en évolution » (Barrick and Mount, 1991; Fiedler, 1971, cité par Certo et al., 2001, p 645) {Notre traduction}. Les fondateurs éprouveraient du mal à s'adapter aux nouveaux challenges liés à la croissance de l'entreprise. Finalement, Arthurs et al. (2009) énonce l'importance des managers extérieurs pour une prise de décision impartiale.

Malgré l'adversité apparente entre ces deux acteurs, d'autres auteurs mentionnent l'effet positif du capital social défini comme les liens au sein d'une organisation améliorant la cohésion et facilitant la poursuite de buts collectifs (Adler & Kwon, 2002, cité par Fisher et Pollock, 2004). Le travail en équipe pour une période de temps substantielle procure une équipe managériale pouvant développer des modèles de travail, des routines, et des relations interpersonnelles lui permettant d'être plus efficace pour traiter les discontinuités associées à l'IPO (Fisher et Pollock, 2004). Bien qu'une équipe managériale dirigeante de longue date est probablement cohésive et parfois trop bien établie (moins encline à entreprendre des changements stratégiques), elle construit toutefois des bases importantes de pouvoir (Finkelstein and Hambrick, 1989, cité par Johnson et al., 1993). En effet, l'hétérogénéité au

sein d'une équipe managériale produit une diversité des connaissances et des perspectives de pensée, ce qui augmente la recherche d'informations, met en valeur la probabilité de changement et produit une innovation accrue (Johnson et al., 1993).

Le dual leadership

La pression des banques d'investissement, des potentiels investisseurs, des marchés boursiers et même des régulateurs amène l'entreprise à assembler un conseil d'administration plus indépendant avec une structure de direction plus divisée (Certo et al. 2001). Le dual leadership est défini comme la structure par laquelle les positions de CEO et président du conseil d'administration sont séparées par deux individus distincts (Brickley et al., 1997). Les promoteurs du dual leadership basent leurs arguments sur une mixture d'évidence anecdotique et un appel intuitif au bon sens en identifiant à la fois les coûts et les bénéfices au concept sans détermination théorique apparente sur une structure optimale (Balatbat et al., 2004). Toutefois, Brickley et al. (1997) suggèrent que les coûts de séparation entre le CEO et le président sont supérieurs aux bénéfices apportés pour la plupart des grandes firmes. Par ailleurs, en cas de mauvaise performance, il est difficile de pointer le fautif et de déterminer qui est le réel responsable de l'organisation. Cette confusion peut alors amener à une rivalité entre les deux acteurs et générer de l'opportunisme par des acteurs extérieurs (Balabat et al., 2004 ; Brickley et al., 1997).

Néanmoins, Fama et Jensen (1983) rappellent que les coûts d'agences dans de grandes organisations sont réduits par des arrangements institutionnels séparant la gestion de décision du contrôle de décision. Le premier se réfère aux droits d'initier et implémenter des recommandations pour l'allocation des ressources, alors que le second se réfère aux droits de ratifier et surveiller l'implémentation des ressources engagées (Brickley et al., 1997). Fama et Jensen (1983) soulignent alors que le conseil d'administration au sommet du processus décisionnel n'est pas un dispositif efficace pour le contrôle de décision à moins qu'il limite la décision discrétionnaire de managers dirigeants. Jensen (1993, p 36) rajoute dans son discours présidentiel adressé à l'association de finance américaine : « La fonction de président est de diriger des réunions du conseil et superviser le processus de recrutement, de licenciement, d'évaluation et de compensation du CEO. Clairement, le CEO ne peut pas exécuter cette fonction en dehors de son intérêt personnel ». Pour exécuter au mieux le rôle du conseil, il

serait donc préférable de séparer la fonction de CEO et Président par deux personnes distinctes.

Finalement, Nelson (2003) rajoute que même dans le cas où un CEO-fondateur n'est pas remplacé par un manager professionnel extérieur, les fondateurs auront peu tendance à présider le conseil post-IPO. Selon lui, cela peut être dû au fait qu'une structure de direction divisée peut réduire les conflits d'intérêts potentiels et augmenter les chances d'une surveillance vigilante du conseil (Nelson, 2003).

Les biais psychologiques

Jusqu'à présent, la finance d'entreprise nous a permis de décrire l'interaction entre managers et investisseurs et son impact sur la valeur de l'organisation. La finance d'entreprise comportementale adopte une autre perspective en dévoilant les biais psychologiques influençant la prise de décision des deux groupes. Nguyen et Schüßler (2012) rassemblent les principaux biais influençant systématiquement les managers dans la gestion de leur travail :

LES BIAIS PSYCHOLOGIQUES DU MANAGER

	Definition
Overconfidence	Individuals believe that they are better than they really are.
Excessive optimism	The frequency of favorable outcomes is overestimated.
Anchoring	People anchor on an unimportant number and adjust insufficiently.
Mental accounting	Deciding based on different mental accounts.
Bounded rationality	Decisions are not rational because individuals are limited in their cognitive abilities and have incomplete information.

Source : Nguyen et Schüßler (2012, p187)

Pour comprendre l'existence de ces biais psychologiques, une supposition de l'approche du manager irrationnel est de prendre pour acquise sa capacité à décider seul sans être entièrement contrôlé par des mécanismes de gouvernance d'entreprise comme le suppose la théorie d'agence (Nguyen et Schüßler, 2012). Comme preuve, plusieurs spécialistes démontrent comment les traits de caractère spécifiques et l'expérience passée de managers déteignent sur les décisions entrepreneuriales (Kaplan et al., 2012 ; Bertrand et Schoar, 2003, cité par Nguyen et Schüßler, 2012). Dans la finance comportementale, on analyse les décisions entrepreneuriales ayant un effet réducteur de valeur pour l'organisation, comme dans la théorie d'agence, à la différence qu'elles sont prises de manière involontaire et doivent

donc être maniées différemment. Alors que les décisions néfastes intentionnelles se reflètent au travers des conflits d'agences et sont plus facilement résolues grâce à l'alignement des motivations, les erreurs non intentionnelles régissent des biais psychologiques et se corrigent éventuellement par l'entraînement et l'éducation (Fairchild, 2007, cité par Nguyen et Schüßler, 2012).

Cependant, « débiaiser » demande du temps et de l'effort, car la psychologie qui forme la base de ces erreurs est très robuste (Nguyen et Schüßler, 2012). En fonction de la rapidité et de la clarté des feedbacks dépendant de l'écart entre la prise de décision et les résultats finaux, l'apprentissage peut s'avérer être plus ou moins fructueux (Nguyen et Schüßler, 2012). Toutefois, la période de temps entre la décision et le résultat final est souvent très longue, rendant la reconnaissance et l'évitement d'erreurs futures d'autant plus complexe (Shefrin, 2007, cité par Nguyen et Schüßler, 2012).

Bien que les décisions individuelles peuvent être aisément caractérisées par leurs incertitudes, nombres d'alternatives, degré d'urgences et autres mesures pour quantifier la difficulté en jeu, il est parfois difficile de tracer le comportement d'un manager en mettant l'attention uniquement sur la décision focale (Hambrick et al., 2005). En effet, la prise de décision représente seulement une partie de la demande de travail d'un manager. A cela, il faut considérer la communication, le leadership, la représentation externe, le balayage de l'environnement et la surveillance interne qui influence indirectement les décisions et les comportements d'autres personnes internes ou externes à l'organisation (Bower, 1970; Burgelman, 1983; Wrapp, 1984, cité par Hambrick et al., 2005). Lorsque cette masse de travail excède le niveau de tolérance du manager, le niveau de stress augmente, provoquant une dégradation du comportement et de la performance de ce dernier. Hambrick et al. (2005) parlent de simplification heuristique lors de situations trop complexes et d'évaluations subjectives réductrices comparées aux indicateurs objectifs de la demande de travail. En utilisant des raccourcis périlleux et des comportements imprévisibles, l'individu est alors assujéti à l'un des biais psychologiques, appelé la « bounded rationality ». La « bounded rationality » reflète la situation dans laquelle les acteurs humains sont limités dans leur capacité à traiter et gérer l'information face à la complexité et l'incertitude de l'environnement (Simon 1957, cité par Eisenhardt, 1989). Bien que les individus se sentent alors anxieux, stressés, fâchés et distraits du reste de leurs obligations plus essentielles, Nguyen et Schüßler (2012) soulignent que la déficience des décisions, en plus d'être

influencée par la « bounded rationality », est aggravée par des principes de base souvent malavisés. Pour illustrer, Nguyen et Schüßler (2012) reprennent différents exemples d'auteurs démontrant la dégradation des performances par des outils inappropriés : l'utilisation de l'Internal Rate of Return (IRR) plutôt que la Net Present Value (NPV) , l'utilisation de la book value plutôt que la market value, l'utilisation du même discount rate pour tous les projets, l'utilisation d'une amortisation simple plutôt que la NPV,... Pour plus d'informations à ce sujet, l'annexe 7 représente en détail ce type d'illustration par une série d'auteurs pour chaque biais psychologique.

Par ailleurs, des recherches récentes ont démontré la corrélation existante entre la capacité à gérer une certaine demande de travail et les émotions du manager agissant sur ses fonctions cognitives (Hambrick et al., 2005). Ainsi, une masse de travail plus abordable se traduira par des émotions positives qui améliorent la qualité des décisions. Au contraire, un pic de stress et des émotions négatives ressenties par le manager causeront un effet de spirale avec des conséquences négatives pour l'organisation et les employés à tous niveaux (Hambrick et al., 2005).

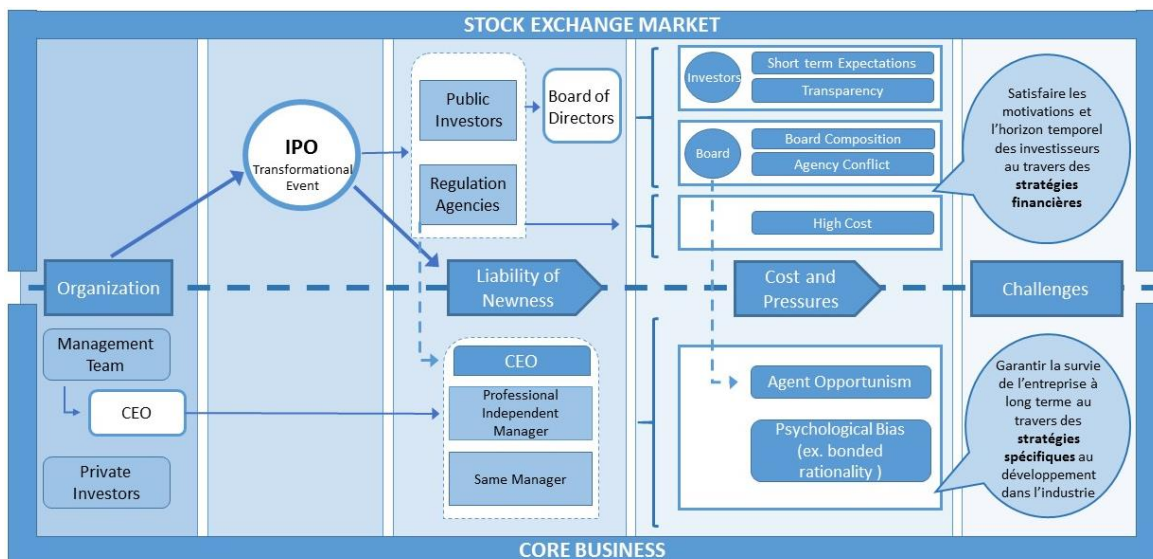
Il existe aujourd'hui de nombreuses entreprises qui se reculent lorsqu'il s'agit d'entrer sur le marché des capitaux pour cette raison précise : elles ne veulent pas dépendre de managers ou investisseurs irrationnels orientés sur le court terme (Nguyen et Schüßler, 2012). Pour y remédier, les dirigeants devraient se limiter à la gestion axée sur la valeur ou être eux-mêmes actionnaires afin de goûter à leurs propres cuisines (Nguyen et Schüßler, 2012). Hambrick et al. (2005) rajoutent qu'un dirigeant intensément préparé est capable d'accomplir ses tâches et surmonter ses challenges avec seulement une faible possibilité de se sentir surpassé ou stressé comparé à un manager moins préparé.

Chapitre 3 : Modèle et hypothèses

1. Modèle

Pour construire un modèle approprié à la problématique, une série indispensable de facteurs précédemment définis doivent maintenant prendre leur place correspondante dans le schéma relationnel. Avant d'engager le processus responsable de l'intérêt de cette recherche, il faut tout d'abord distinguer l'espace dans lequel l'organisation exerce ses activités. Voici le modèle créé pour la problématique :

L'EFFET POST-IPO



On sélectionne d'une part les activités centrales qui fondent le cœur de métier de l'organisation et définissent l'industrie dans laquelle elle se situe, on les nomme « Core business activities ». On aperçoit, d'autre part, une gamme d'activités créées à la suite de l'IPO principalement basée sur les performances financières des actions, une fois l'entreprise cotée en bourse, on les nomme « Stock exchange market activities ». Ce discernement amène à réfléchir sur le degré d'importance des activités et la façon optimale de les gérer pour garantir une survie à long terme de l'entreprise.

L'initiation du processus repose sur un facteur déclencheur, l'IPO. Son fonctionnement n'est pas au centre de nos problèmes, mais les conséquences post-IPO impliquant la responsabilisation de l'organisation sur le marché boursier sont cruciales. Dans ce contexte,

l'IPO est définie comme l'évènement venant transformer l'organisation de son quotidien. Avant cela, on suppose une entreprise caractérisée par un état plus ou moins stable, avec une certaine routine organisationnelle dans ses opérations. C'est précisément cette inertie dans laquelle l'entreprise se pose confortablement que l'IPO vient bousculer et déclenche alors un amalgame d'incompréhensions dûes à l'incertitude éprouvée par l'organisation quant à son nouvel état. Ce type de phénomène, appelé « liability of newness », se reflète sur l'ensemble des échelons de l'organisation et est amplifié par des perturbations extérieures, comme les régulations.

Sur le schéma est représenté l'ensemble des parties prenantes jugées essentielles dans la construction du problème. On retrouve, initialement, les membres internes de l'organisation, pré-IPO, reprenant l'équipe managériale et son représentant, le CEO, ainsi que les investisseurs privés énumérés et définis précédemment : « venture capitalist », « business angel », « private-equity », fondateur et tout autre individu. Si l'on respecte la théorie de dual leadership, le CEO fait alors souvent face à deux alternatives quant à sa position post-IPO: être remplacé par un manager professionnel indépendant et suite à cela éventuellement occuper une place au sein du conseil ou alors garder sa position intacte, mais éventuellement laisser la position de président du conseil à un acteur extérieur si elle était précédemment occupée par le CEO. C'est deux alternatives, suggérant une forte pression quant à la séparation de CEO et président par deux personnes distinctes, se situent dans la partie « liability of newness ».

Suite à l'IPO, une série de nouveaux acteurs se manifestent également dans la zone « liability of newness ». Parmi eux, on retient, premièrement, les investisseurs publics représentés par le conseil d'administration. Même si le conseil d'administration existe déjà pré-IPO, il ne survient qu'après l'invasion d'une nouvelle vague d'investisseurs aux motivations et horizons temporels hétérogènes. En effet, le caractère catalyseur de l'IPO, active un gonflement des conflits d'intérêts à la fois au sein des investisseurs, mais aussi entre propriétaire et gestionnaire. Le conseil d'administration dévoile alors son rôle de représentant du bassin d'investisseurs et de contrôleur des gestionnaires dans la prise de décision. On identifie, ensuite, les agences de régulation des marchés financiers qui, d'une part, protègent le droit des investisseurs et, d'autre part, accroissent le degré d'exigence et de responsabilisation pour les dirigeants de l'équipe managériale. Ce nouvel ensemble de parties prenantes représente un changement structurel conséquent pour l'organisation, induisant un nombre important de contraintes.

Du côté du CEO, il faut pouvoir contrôler le risque d'opportunisme personnel en conflit avec la volonté des investisseurs. Ces conflits d'agences sont généralement contrôlés par le conseil d'administration qui tente d'aligner les souhaits des propriétaires avec ceux des managers par différents outils. Par ailleurs, les dirigeants sont influencés par un répertoire de biais psychologiques affectant la prise de décision. L'un des biais appelé « bounded rationality » est spécifique au processus d'IPO puisqu'il dispense l'individu d'une décision totalement rationnelle face à l'environnement instable limitant sa disponibilité d'informations, de temps et sa capacité cognitive dans un nouvel état organisationnel souvent peu expérimenté. Ce phénomène peut se faire ressentir aussi bien chez le CEO que les membres du conseil. Maintenant, si l'on jette un œil au marché boursier, les espérances des investisseurs ajoutent une pression supplémentaire dans l'exécution des tâches, surtout si elles sont placées à court terme. A cela, il faut rajouter la transparence d'informations qui ne laisse aucune marge de manœuvres privatives, d'autant plus que toute décision est minutieusement examinée par le conseil. La composition du conseil est d'ailleurs un challenge s'il l'on veut recruter un nombre suffisant d'yeux externes à l'entreprise pour une surveillance impartiale. Finalement, on rajoute les coûts liés à l'IPO et aux conseillers externes pour conformer aux exigences réglementaires et rester en liste. Indirectement, cet agglomérat de contraintes détourne les ressources et l'attention des fonctions opérationnelles routinières, une sorte de distraction non intentionnelle à la source de l'influence négative sur les performances organisationnelles.

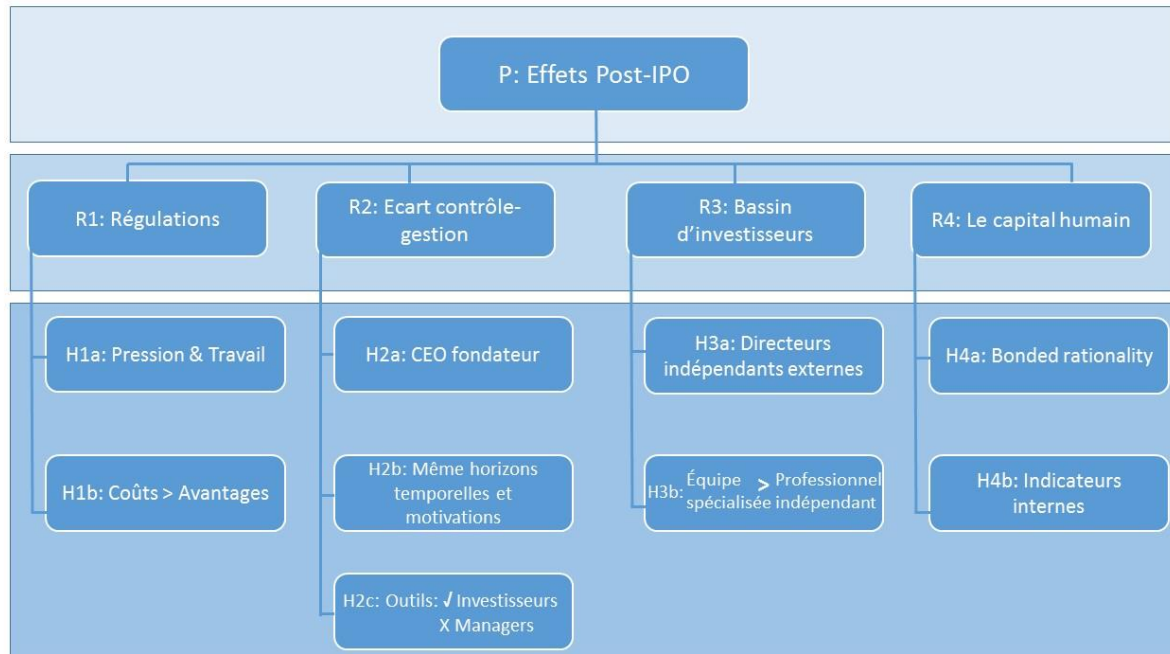
Concernant les activités, deux grands challenges sont mis en place. Pour le marché boursier, il s'agit de satisfaire les motivations et l'horizon temporel des investisseurs au travers des stratégies financières. Pour les activités centrales, il s'agit de garantir la survie de l'entreprise à long terme au travers des stratégies spécifiques au développement dans l'industrie.

2. Hypothèses

Suite à la modélisation du problème, une série d'hypothèses, en lien avec les sous-questions de recherche énoncées dans le chapitre introductif, permettent de déterminer l'effet significatif ou non de l'influence émise par certains facteurs spécifiques sur la performance post-IPO de l'organisation. Les impacts étudiés sont supposés perturber l'organisation de son comportement journalier, de manière positive ou négative. Pour ce faire, on pose les hypothèses en gardant en tête une mesure des résultats reposant non pas sur la valeur de l'action obtenue sur le marché boursier, mais bien sur les perspectives futures de croissance et

de bien-être pour l'organisation dans le long terme. Afin d'avoir un schéma clair de la recherche, un arbre de décomposition est annexé aux explications.

ARBRE DE DÉCOMPOSITION DES HYPOTHÈSES



Un premier groupe d'hypothèses se concentre sur l'impact des régulations à effet rétroactif dans les tâches quotidiennes de l'équipe managériale. Selon Rodarie (2013), ces nouvelles mesures, visant à protéger les investisseurs suite aux dégâts encourus après les crises financières, produisent de plus en plus de complexités et mesures incontrôlables alourdissant fortement les travaux avec des coûts supplémentaires, se concluant par une rigidification des organisations. Pourtant, la littérature financière et juridique souligne les bienfaits de ces restrictions en remédiant à l'asymétrie d'informations et la sous-évaluation des IPO pour augmenter les chances de survie de l'organisation sur les marchés financiers. En prenant en compte l'ensemble des informations recueillies sur les agences régulatrices, on pose les hypothèses suivantes :

H1a: Les nouvelles régulations créées à la suite des crises financières ajoutent une pression et du travail en plus sur l'organisation.

H1b : Les coûts engendrés par le degré d'exigence des réglementations dépassent les formes d'avantages perçus par les dirigeants en étant présents sur le marché boursier.

Dans un deuxième temps, on attire l'attention sur l'une des implications principales liées à la décision d'entrer sur un marché public : l'apparition d'un nouveau lot de propriétaires. Fondamentalement, en supposant une bonne entente entre investisseurs, la situation organisationnelle ne serait pas vraiment aggravée par son nouvel état. Malheureusement, les nouveaux investisseurs publics partagent des motivations variées et ne se restreignent pas à investir dans une seule entreprise. Cela implique un plus grand détachement vis-à-vis de l'organisation comparé aux investisseurs privés qui peinent à rentabiliser le fruit de leur investissement après une petite décennie d'énergie dépensée. Peu importe l'entente, les nouveaux investisseurs s'intéressent uniquement à leurs propres motivations et leur horizon temporel en gardant en tête que le client est roi. De plus, ces propriétaires n'ont aucun engagement direct, aucune tâche de gestion et exercent un contrôle très limité.

Au sein de l'entreprise, les humeurs ne s'alignent pas toujours avec celle des investisseurs. Dans un premier temps, le manager a eu pour habitude de conduire une stratégie avec des personnes qui se montraient souvent familières à ses démarches. Ensuite, la tentation est forte d'utiliser ce nouveau bassin d'investisseurs à son propre avantage, surtout en présence d'asymétrie d'informations, en utilisant le capital levé par des dépenses non justifiées ou des investissements à très court terme. Finalement, en libérant de nouvelles parts de propriétés, les manager-propriétaire initiaux ne se portent plus entièrement responsables des éventuelles actions néfastes entreprises, apaisant leur engagement et responsabilité. Selon la théorie d'agence, le conseil d'administration résout les perturbations engendrées par l'écart entre propriété et contrôle de l'organisation. Toutefois, afin de diminuer les coûts que cela consomme, une série d'hypothèses suggèrent des situations bénéfiques pour ce type de contexte organisationnel.

H2a : Si le CEO de l'entreprise est le fondateur de l'organisation, cela contribue positivement à la réduction des conflits d'agences.

H2b : L'activisme des propriétaires dans les décisions managériales d'une organisation en soif de développement est bénéfique si l'organisation attire des investisseurs avec un horizon

temporel et des motivations en ligne avec la stratégie axée sur le centre des activités de l'organisation.

H2c : Les outils utilisés pour aligner les motivations de l'équipe managériale avec ceux des investisseurs favorisent uniquement les investisseurs et distraient les dirigeants du reste de leurs activités suite à cette compensation financière.

On attire maintenant l'attention au bassin d'investisseurs qui reste une partie prenante essentielle à prendre en compte dans la vision à long terme de l'organisation et à laquelle l'organisation attribue un soin particulier au travers des différents road shows en présence du CEO et CFO. L'équipe managériale entretient effectivement son actionnariat sans lequel elle ne pourrait financer ses projets ou équilibrer son bilan par la dette et les capitaux propres. La théorie de l'agence, nous rappelle à cette occasion, que le conseil d'administration occupe réellement une place centrale dans l'organisation en validant d'une part les propositions stratégiques du comité exécutif et d'autre part en prenant en compte l'avis des actionnaires qu'il est supposé représenter. Sur cette base, nous déduisons que :

H3a : Le conseil d'administration joue un rôle optimal en apportant un œil extérieur à l'organisation à condition qu'il soit composé uniquement de directeurs indépendants externes à l'entreprise neutre à la fois vis-à-vis des directeurs du comité exécutif et de ceux représentant les actionnaires.

H3b : La présence d'une équipe spécialisée avec une certaine expérience financière et des compétences en communication pour gérer le marché boursier est plus appropriée que l'embauche d'un seul individu professionnel indépendant remplaçant l'ancien CEO.

Finalement, les individus sont involontairement sujets à un certain nombre de biais psychologiques dans la gestion de leurs activités. Nguyen et Schüßler(2012) présentent le suroptimisme, l'orgueil ou encore l'utilisation d'indicateurs biaisés dans la prise de décision. La « bounded rationality » attire notre attention pour son caractère très spécifique à l'environnement organisationnel perturbé suite à l'évènement transformationnel que représente l'IPO. En identifiant les erreurs humaines, nous adoptons une approche comportementale pour proposer une dernière série d'alternatives à la problématique.

H4 a : le biais psychologique de « bounded rationality », spécifique à la situation de « liability of newness » post-IPO de l'entreprise est perceptible par tous les individus, mais émet une ampleur variable en fonction du degré de dépendance de l'organisation au cours de l'action.

H4 b : L'équipe managériale doit mesurer la performance de ses stratégies en fonction d'indicateurs internes appropriés et non par une dépendance à l'évolution du cours de bourse.

Chapitre 4 : Méthodologie

1. Choix de l'échantillon

Suite à l'élaboration des hypothèses basées principalement sur l'information recueillie au travers de la revue de la littérature, une étendue du champ de vision est maintenant nécessaire pour envisager la possibilité d'explications adverses. Pour rendre cela possible, le choix d'une analyse qualitative semble être la méthode la plus appropriée, car les mesures adéquates s'orientent sur l'interaction des individus, la perception des individus et la génération de bien-être de l'organisation à long terme plutôt que sur l'optimisation des performances financières de la société ou du rendement des investisseurs. Un apprentissage optimal consisterait donc à recueillir des informations émises directement par des experts sur le terrain confrontés chaque jour à la relation existante entre l'organisation, d'une part, et leurs investisseurs, d'autre part. Pour ce faire, il nous faut donc un échantillon d'entreprises cotées en bourse dans lequel des entretiens avec le département s'occupant des relations investisseurs seraient envisageables. Il s'agit d'interroger ce département en particulier et non pas le CEO qui occupe déjà une place dans l'équipe managériale dirigeante et ne garantit pas suffisamment de recul pour obtenir une critique optimale à notre étude.

Le choix particulier de l'échantillon composé d'organisations faisant uniquement partie du Bel 20 repose sur les critères d'adhérence liés à la composition de l'indice. Dans un premier temps, il est intéressant d'analyser une entreprise en interaction constante avec les investisseurs. Dans ce cas, Euronext (2015) exige une « free float velocity » d'au moins 35%, ce qui signifie qu'au moins 35% de la capitalisation boursière d'une organisation doit comprendre des actions à flottant libre. Le terme « free float » en français « flottant libre » correspond à la partie des actions effectivement susceptible d'être échangée en bourse comparée aux nombres répertoriés (Wikipedia, 2015). Autrement dit, cela garantit une marge minimale d'actions échangeables avec les investisseurs publics, une meilleure liquidité des actions et des amplitudes du cours de l'action plus faibles que d'autres entreprises ayant un pourcentage d'action à flottant libre plus bas. En effet, c'est la loi basique de l'offre et la demande qui régule ces marchés boursiers et en retenant plus d'actions en interne ou par le gouvernement pour une organisation publique, chaque vente ou achat sur le marché amplifie

la valeur de l'action comparée à une entreprise proposant un nombre plus important d'actions aux investisseurs publics. Cela signifie donc que l'échantillon analysé se caractérise normalement par une certaine stabilité dans leur cours de bourse comparé à d'autres entreprises cotées. On peut donc normalement supposer un échantillon non biaisé du moins par l'éventualité d'extrêmes volatilités, même si le risque du marché reste continuellement présent. Par ailleurs, Euronext (2015) assure l'inclusion d'une organisation à condition d'avoir une « free float market capitalisation », en français une capitalisation boursière à titres flottants, supérieure à 300 000 fois le prix de l'indice et garantit l'exclusion de cette même organisation avec une capitalisation boursière flottante inférieure à 200 000 fois le prix de l'indice. Cette restriction insinue que ce type d'organisation fait face tous les jours à un bassin d'investisseurs conséquent et par là même forge certaines compétences par leurs relations quotidiennes avec ceux-ci. Sans oublier que les entreprises du bel 20 sont généralement suivies par une vingtaine d'analystes financiers, leur imposant de préparer une série d'informations prêtes à être potentiellement divulguées au public. Ce type de restriction accueillant seulement un nombre restreint d'entreprises participantes dans l'indice, joue en notre faveur pour obtenir un échantillon d'une certaine qualité en répondant aux critères d'adhérences. Ainsi, on peut prétendre à un rendu optimal lors de la réalisation d'entretiens avec ce type d'organisations.

2. Composition de l'échantillon

Parmi les organisations du bel 20, cinq entreprises issues de différentes industries sont sélectionnées. Une brève description reprenant leur date d'entrée en bourse, le type d'industrie, la personne interviewée et l'étendue de leurs activités est maintenant introduite. Le guide d'entretien se retrouve en annexe 8 et chacune des interviews peut être consultée dans les annexes 9, 10, 11, 12 et 13 respectivement.



GROUPE DELHAIZE

Le groupe Delhaize fait partie de l'industrie de la grande distribution et est entrée en bourse en 1962. Delhaize est également présent sur le NYSE par le programme d'ADR (American Depositary Receipt). Le groupe belge est principalement présent en Europe, récemment marqué par sa position de leader dans l'Europe du Sud Est ainsi qu'en Amérique du Nord. À

la tête du département « Investor relations » on retrouve Aurélie Bultynck, directrice pour l'ensemble du groupe. Avec son entrée chez Delhaize en 2005, elle s'est d'abord occupée du département « corporate finance » avant d'entrer en 2007 dans le département relations investisseurs. Elle commente :

« C'est une très chouette position parce qu'on a une vue très très large de la société puisque l'on a beaucoup de contacts avec le management et qu'on doit représenter la société en externe donc il faut savoir bien raconter l'histoire de la boîte et en même temps il y a tout le volet externe qui est être au courant de ce qui se passe dans l'industrie de la grande distribution. » (Entretien avec Madame Aurélie Bultynck, Investor Relations Director, réalisée le 12 mai 2015)

GBL GBL

GBL est une holding financière détenant un portefeuille diversifié composé de sociétés industrielles et de services d'envergure mondiale, leaders sur leur marché, auprès desquels elle exerce son rôle d'actionnaire professionnelle (GBL, 2015). La société est détenue à 50% par le groupe Pargesa, indirectement détenu par la famille Frère et Desmarais. GBL est la deuxième plus grande holding d'Europe par sa taille et est cotée sur le marché boursier depuis 1956. Céline Donnet s'occupe du département relations investisseurs depuis seulement 6 mois, mais a souvent été confrontée au processus d'IPO par le métier dans le passé. Elle a travaillé en tant qu'analyste sell-side chez Petercam environ 10 ans ainsi qu'analyste buy-side chez un client à Londres. Elle commente :

« C'est assez central, car je dépends du directeur financier, mais je suis quand même assez souvent en contact avec les deux administrateurs délégués. Et je dois souvent être au courant de pas mal de trucs donc je suis dans beaucoup de comités et autres que l'on peut avoir en interne. Donc voilà c'est assez complet. » (Entretien avec Madame Céline Donnet, Investor Relations, réalisée le 11 mai 2015)

BPOST

Bpost est un opérateur postal détenu aujourd'hui à un peu plus de 50% par l'Etat Belge. Cette société anonyme de droit public est active essentiellement en Belgique bien qu'il y ait de plus en plus d'activités internationales et une série de filiales aux Etats-Unis, en Asie et au Royaume-Uni également. Bpost est récemment entrée en bourse, avec son IPO en 2013 sur l'Euronext Brussel. Paul Vanwambeke a rejoint l'équipe finance et l'équipe qui préparait

l'introduction en bourse fin 2012 pour ensuite s'occuper des relations investisseurs. Avant cela, il a travaillé pour Unilever dans le domaine du contrôle de gestion et de l'IT. Voici son opinion sur l'expérience ressentie suite à la réalisation du processus d'IPO pour Bpost :

« C'est un défi parce que finalement c'est une étape dans la vie d'une société, non seulement, on va pas dire que c'est un diplôme, mais c'est une sorte de reconnaissance du niveau de maturité qu'a atteint une entreprise et c'est valable pour une entreprise comme Bpost qui est là depuis très longtemps comme c'est valable pour une entreprise qui est une startup et qui est tout d'un coup suffisamment mûre à un projet suffisamment intéressant pour le présenter sur le marché des capitaux. Alors c'est bien sûr un processus intense, parfois pénible, mais qui à la fin est tout de même gratifiant parce que vous pouvez finalement tester avec des gens qui sont parfaitement neutres la validité de votre stratégie, de votre modèle d'affaires, de vos résultats. » (Entretien avec Monsieur Paul Vanwambeke, Investor Relations Director, réalisée le 11 mai 2015)



Cofinimmo est une société immobilière belge investissant à la base principalement dans les bureaux pour ensuite se diriger dans les institutions de soins de santé comme les maisons de repos. Cofinimmo est entrée en bourse en 1994 et utilise en plus de la dette, le marché des capitaux pour étendre son portefeuille de propriété. A la tête du département « External communication & Investor Relations », on retrouve Valérie Kibieta en fonction depuis 2011 et détenant un MBA à la Henley Business School. Malgré son absence au processus d'IPO, Valérie a récemment mené une augmentation de capital de 285 millions d'euros pour l'entreprise. Voici ce qu'elle partage de son expérience :

« Je dirais que le processus d'IPO et plus généralement d'accéder aux marchés des capitaux pour récolter des fonds dans le but d'investir, c'est positif. Pour en tous cas Cofinimmo, chaque acquisition que la société a faite, elle a toujours financé ça avec moitié de l'equity moitié avec de la dette. Donc on en a besoin donc c'est positif oui. » (Entretien avec Madame Valérie Kibieta, External Communication & Investor Relations Director, réalisée le 29 mai 2015)



UCB se concentre principalement dans la commercialisation et la R&D de produits pharmaceutiques et biotechnologiques. L'entreprise a été fondée et est entrée en bourse, la même année, en 1928. Antje Witte d'origine germanophone dirige le département relations

investisseurs depuis 2006. Antje Witte détient un MBA et a participé à plusieurs IPO, notamment celle de German Stada, une compagnie de médicaments génériques, par sa fonction d'analyste buy-side et sell-side dans l'« investment banking » à HSBC. Elle a ensuite rejoint le poste de « corporate communication & investor relations » à Schwarz Pharma jusqu'à ce qu'UCB acquiert Schwarz Pharma et qu'elle occupe la même position, mais pour l'ensemble du groupe en tant que « Chief Investor Relations Officer ». Elle décrit en quelque mot sa position au sein d'UCB :

« I am the bridge between the capital market and the company, and I have to make sure that the company is not pushed by the capital market to some extent, but that we, I would not say push the capital market but that we deal with the capital market in the most transparent and fare and managing-expectations way. » (Entretien avec Madame Antje Witte, Chief Investor Relations Officer, réalisée le 27 mai 2015)

3. *L'exécution de la recherche*

Pour mener à bien mon analyse qualitative sur le terrain, l'élaboration d'un guide d'entretien identique pour chaque organisation est essentielle. En effet, l'objectif est de pouvoir comparer les résultats sur base de la divergence ou de la convergence des réponses afin de valider ou non les hypothèses. Les questions posées ont pour but d'identifier les dangers perçus par les agents dans leur organisation, mais aussi d'exploiter leur expérience sur le terrain pour générer éventuellement un ensemble d'outils propices à un plus grand ensemble d'entreprises cotées en bourse ou voulant s'introduire sur le marché des capitaux.

Bien qu'il s'agisse d'un problème assez précis, à savoir la gestion des activités boursières en plus du cœur de métier, le guide d'entretien est délibérément choisi comme semi-directif afin de laisser aux sujets une certaine liberté dans la prise de parole et permettre ainsi d'étudier en plus de l'aspect matériel le sens que chacun donne à une situation particulière. En effet, pour étudier au mieux le panorama de points de vue, une nuance doit ressortir au travers la perception que chacun apporte dans ses arguments afin d'interpréter plus facilement les résultats en présence de divergences.

L'exécution de la recherche expose sans doute la partie la plus riche de ma recherche, mais aussi la plus complexe à entreprendre. La façon imagée dont se mène l'enquête consiste en une route à sens unique qu'il faut absolument franchir si l'on veut donner un sens pratique au modèle théorique. A sens unique, car l'élaboration d'entretiens pour cet échantillon bien

précis reflète la seule approche cohérente pour obtenir les résultats. Pour y parvenir, le premier pas est de rechercher sur le site web de chaque organisation, les numéros de téléphone de chaque équipe « Investor Relations ». Ensuite, contacter directement par téléphone l'ensemble des vingt entreprises faisant partie de l'indice. Sur cette base, un seul rendez-vous fût décroché directement avec une attente d'environ un mois. Pour les autres, une invitation à envoyer un mail expliquant ma problématique et mes besoins à m'entretenir avec le directeur du département fut l'unique option envisageable. Toutefois, un premier contact direct par téléphone aide à la reconnaissance et le triage d'emails et peut produire une probabilité légèrement plus grande de ne pas se faire oublier. Malgré tout, c'est suite à l'intérêt apporté par les investor relations à ma problématique qu'ils acceptèrent de me rencontrer non seulement pour débattre du problème auquel ils se sentent concernés, mais également pour attendre en retour le résultat de mon travail final dans le meilleur intérêt de leur organisation.

Aucune interview n'a eu lieu par téléphone ou Skype, mais uniquement au siège social de chaque organisation pour une durée approximative de 45 minutes en tête à tête. L'entretien démarre par une brève présentation de l'interviewer, de sa question de recherche, des objectifs de l'entretien, des attentes vis-à-vis de l'interviewé et enfin d'un plan du guide d'entretien en dévoilant brièvement les différentes thématiques abordées. Ensuite, l'interviewer invite le sujet à se présenter brièvement sur son parcours professionnel jusqu'à la position qu'il occupe aujourd'hui. Il lui demande également de communiquer ses sentiments sur la position que l'employé occupe au sein de l'organisation afin de détendre l'atmosphère. Avant d'attaquer le cœur du sujet, une ou deux questions reposent premièrement sur la structure hiérarchique de l'organisation et la façon dont les décisions managériales sont entreprises. Commence alors une première série de questions essentielles concernant l'IPO et les stratégies liées aux performances de l'entreprise sur le marché boursier. Cette partie a pour but de récolter un maximum d'informations sur la distinction entre les deux types d'activités, même si elles ne sont pas toujours directement reconnues par chaque sujet. Pour ce faire, on analyse d'une part le travail attendu par le métier de relations investisseurs et d'autre part le travail attendu par leurs collègues travaillant au sein d'autres départements concentrés sur le cœur de métier de l'organisation. Suite à cette première thématique, une série d'autres lots de questions portant principalement sur des facteurs susceptibles d'influencer l'organisation par ses activités sur le marché boursier sont introduites. On y retrouve les investisseurs, la théorie d'agence, l'équipe managériale, les biais psychologiques et le conseil d'administration respectivement. Le guide

d'entretien avec chaque question détaillée se retrouve en annexe 8. Principalement, il s'agit de comprendre comment utiliser au mieux le bassin d'investisseurs à profit pour l'organisation, de connaître l'effet réel des outils supposés aligner les motivations des investisseurs avec celle de l'équipe managériale dirigeante, d'analyser le comportement des dirigeants, de débattre sur le fondement et la consistance des stratégies d'entreprise et leur lien avec la coordination ou l'entente que l'on peut retrouver au sein de l'équipe managériale ou encore d'interroger sur la perception ressentie par le vrai rôle du conseil d'administration et la logique de sa composition. Pour terminer, deux questions concernant l'influence des régulations à la suite des crises financières et leur jugement sur la valeur perçue du marché des capitaux sont interrogées. L'entretien se termine généralement par un remerciement et l'attente de l'envoi de mon travail final pour consultation.

Chapitre 5 : Résultats et interprétations

Les résultats reprennent l'ensemble des informations pertinentes récoltées lors des entretiens et sont exposés sous forme d'extraits d'interview et de résumés d'idées ou d'opinions de chaque partie prenante. La décomposition des résultats obtenus se fait dans l'ordre respectif des hypothèses énoncées au chapitre 3 et liées aux sous-questions de recherche exposées dans le chapitre introductif. Il est à noter que les sous-questions de recherche ne sont pas littéralement posées dans le guide d'entretien. L'apport d'informations se construit au travers un ensemble de questions alternatives autour de chaque question de recherche afin de ne pas infliger le sujet à s'investir dans une réponse à sens unique, mais bien de lui laisser la chance d'exprimer son répertoire d'idées. Par ailleurs, les résultats sont exposés de la manière la plus objective possible. Ceci dit, l'analyse étant qualitative, il va de soi qu'il faut donner un certain sens aux mots repris dans les entretiens.

1. Comment les régulations affectent l'organisation à la suite d'une IPO ?

Cette question repose plus particulièrement sur l'expérience même des personnes occupant le rôle d'Investor Relations ou ayant déjà été confrontées par le passé aux exigences régulatrices par le biais d'autres fonctions. Après avoir illustré l'objectif de quelques nouvelles lois émises à la suite des crises financières, le débat concernant l'influence de ces régulations commence. L'intérêt est de connaître premièrement si ces régulations ajoutent effectivement une pression et du travail en plus sur l'organisation et deuxièmement si les coûts liés à ce degré d'exigence dépassent les formes d'avantages perçus par les dirigeants en étant présents sur le marché boursier. Voici les hypothèses :

H1a: Les nouvelles régulations créées à la suite des crises financières ajoutent une pression et du travail en plus sur l'organisation.

H1b : Les coûts engendrés par le degré d'exigence des régulations dépassent les formes d'avantages perçus par les dirigeants en étant présents sur le marché boursier.

La majorité de l'échantillon reconnaît effectivement des signes de lourdeur dans le processus du respect des régulations. Madame Donnet, chez GBL commente : « ...parfois ça devient

très lourd à gérer, c'est énormément de paperasse d'un point de vue administratif et autres, c'est super lourd ». La complexité semble parfois injustifiée aux yeux des managers : « Finalement, ils demandent un tel niveau de complexité que l'on se demande encore si les investisseurs comprennent ce qu'on leur donne comme information » (Madame Kibieta, Cofinimmo). D'autres encore, constatent un ralentissement des activités : «...tout doit toujours être vérifié et approuvé par 36 personnes donc ça peut ralentir certaines choses, ça alourdit tout le processus » (Madame Bultynck, Delhaize).

Par ailleurs, une minorité souligne l'importance d'équipe juridique engagée pour répondre aux exigences de conformité et de divulgation requises par la SFMA, l'autorité régulatrice du marché boursier belge.

La localisation des marchés boursiers exerce également son importance. La responsable des relations investisseurs pour le groupe Delhaize, présent sur le marché américain NYSE, en plus du marché belge, signale la complexité additionnelle des U.S, en spécifiant, selon ses dires que « cela alourdit encore plus tout ce qui est reporting et obligations juridiques ». De plus, l'expérience du « chief investor relation officer » d'UCB, Antje Witte, ayant travaillé pour HSBC utilise les mots « dépassement » et « exagération » pour les marchés boursiers américains.

La première hypothèse peut donc être validée, car la majorité reconnaît effectivement les efforts additionnels suite aux exigences des régulations comparées aux tâches routinières.

Toutefois, l'échantillon semble recueillir des avis assez mitigés quant aux bienfaits des régulations, que ce soit en fonction d'un individu à l'autre, mais aussi au cœur même de l'opinion d'un seul individu. Les interviewés reprennent les termes « mix », « mitigés », « je ne sais pas » ou « sans doute que ». Il y a donc difficulté à prendre parti, mais pourquoi ?

Certains reconnaissent un manque de recul et d'objectivité pour commenter la question. Monsieur Vanwambeke admet : « Bien honnêtement je suis assez mal placé pour le dire moi. Je n'ai pas terriblement de recul ». Madame Bultynck rajoute : « Maintenant pour moi c'est difficile de commenter parce qu'on a toujours vécu avec ça ici ».

Malgré tout, la plupart sont d'avis à dire qu'il s'agit d'une étape indispensable pour réguler correctement les marchés et protéger les investisseurs, mais qu'il faut faire attention à garder un certain équilibre entre ce qui est nécessaire sans entraver pour autant le business. Madame

Bultynck ressent cette crainte : « C'est vrai que parfois on se dit que le juridique a finalement une importance plus grande que l'opérationnel ou le financier ».

Parmi les bienfaits des régulations pour l'entreprise, une seule idée est reprise et mentionnée par Monsieur Vanwambeke, chez Bpost, affirmant que cela permet de réduire un certain nombre de risques, notamment en éliminant les promesses incertaines illustrées de chiffres dans le prospectus ou du moins en réduisant l' horizon temporel des espérances communiquées. Il reprend les propos suivants : « c'est bien parce que l'on ne prend pas de risque, on ne peut pas se retourner vers l'entreprise, vous aviez dit 150 maintenant je constate que vous êtes à 90 » ainsi que « ça protège aussi le côté marketing facile lors d'une IPO qui disait investissez ici, vous allez investir dans une histoire de croissance pas possible ».

Malgré la présence des régulations sur le marché boursier et les nombreux désavantages perçus par la majorité de l'échantillon, la plupart semble tout de même être un bon partisan du marché boursier. « Cela apporte de la liquidité, cela apporte un certain cachet de sérieux normalement » (Madame Donnet, GBL). Le recours au marché boursier dépend toutefois du « type de projet et l'ampleur des fonds qui sont nécessaires » (Monsieur Vanwambeke, Bpost). Nombreux sont ceux qui ont mentionné le niveau extrêmement bas du taux d'intérêts. D'une part, cela permet d'attirer encore plus facilement les investisseurs qui percevraient un rendement encore plus faible en dehors du marché « equity » et d'autre part, cela permet d'emprunter à des taux très bas sans pour autant recourir aux marchés des capitaux. Ceci étant dit, pour des sommes conséquentes, l'introduction en bourse reste la meilleure solution selon eux. Madame Kibieta résume l'opinion de la majorité : « Cela a un coût bien sûr, mais en tout cas à l'heure actuelle c'est toujours une bonne opération ».

Ainsi, la seconde hypothèse se voit négativement corrélée, car les coûts provoqués par les régulations ne dépassent pas encore aujourd'hui les avantages du marché boursier perçus par les dirigeants.

2. Comment gérer les perturbations engendrées par l'écart qui se crée entre ceux qui contrôlent et ceux qui possèdent des parts dans l'organisation?

Différents thèmes sont abordés au travers de cette question. La théorie d'agence répond en partie à ce problème. Toutefois, dans ce cas-ci, le but est d'identifier d'autres formes de gestion permettant de restreindre au mieux les perturbations engendrées par la conduite

d'activités requises par le marché boursier , d'une part, et du corps de métier, d'autre part. L'analyse démarre par la pertinence ou non de l'identité du CEO dans la réduction des conflits d'agences. Ensuite, la présence d'investisseurs dans le processus de décision est mise en question. En supposant, dans ce cas-ci, leur adéquation uniquement s'ils s'alignent aux intérêts précédemment divulgués par l'organisation en termes de motivations et d'horizons temporels. Enfin, certains outils pour contrôler en partie l'opportunisme de l'équipe managériale dirigeante sont remis en question. Ici, ils sont considérés comme bénéfiques uniquement pour les motivations des investisseurs et distraient en réalité les managers de leurs activités principales. Voici les hypothèses :

H2a : Si le CEO de l'entreprise est le fondateur de l'organisation, cela contribue positivement à la réduction des conflits d'agences.

H2b : L'activisme des propriétaires dans les décisions managériales d'une organisation en soif de développement est bénéfique si l'organisation attire des investisseurs avec un horizon temporel et des motivations en ligne avec la stratégie axée sur le centre des activités de l'organisation.

H2c : Les outils utilisés pour aligner les motivations de l'équipe managériale avec ceux des investisseurs favorisent uniquement les investisseurs et distraient les dirigeants du reste de leurs activités suite à cette compensation financière.

H2a

Pour commencer, prenons l'exemple de GBL, illustrant parfaitement la présence d'une image forte dans l'entreprise, même s'il ne s'agit pas du véritable fondateur. En effet, Albert Frère a marqué les investisseurs et a offert un certain cachet à l'entreprise. Madame Donnet commente : « Oui nous on a eu le cas. Albert Frère, il a pris sa retraite il y a quelques mois, 3 mois, et on a eu des questions et clairement c'était une image de la société ». Le fondateur emporte avec lui une certaine passion, une créativité que les investisseurs associent à l'organisation. Pour cela, Madame Witte nous rappelle les événements lors du décès de Steve Jobs: « you might recall when Steve Jobs became ill the testimonies of his doctors were moving the share price, so for the people it was very important that he is on board ». Clairement, la majorité de l'échantillon reconnaît l'influence positive d'un individu ayant une certaine expérience, une image, une empreinte ou une qualité reconnue par ses inventions

auprès des investisseurs. Maintenant, qu'il s'agisse spécifiquement du véritable fondateur, cela n'est pas crucial d'après eux. Paul Vanwambeke, qui représente la petite minorité n'ayant pas reconnu l'influence positive d'un fondateur se justifie par le fait que pour des organisations plus matures, le fondateur n'existe peut-être plus et cela n'affecte en rien l'organisation, car la culture des grands groupes se base plus sur une série de personnes qu'un seul individu. Pour reprendre ses termes, il dit : « c'est une influence qui va probablement se déliter ». Pour se justifier, il fait allusion à la statue du fondateur dans le hall du siège social d'Unilever où il a précédemment travaillé, ou encore, à celle de Solvay située en face de l'ULB. Il semble donc y avoir une nette différenciation avec des entreprises plus jeunes, qui sont-elles plus concernées par le problème. En effet, il rajoute : « on n'est pas dans un contexte Facebook où il y a Mark Zuckerberg dont on se demande si c'est le bon CEO ou pas et combien de temps il va rester et est-ce qu'il ne faudrait pas mettre quelqu'un d'autre à côté de lui ».

Par ailleurs, la majorité de l'échantillon favorisant l'appui d'un CEO fondateur ou du moins un individu avec une forte image s'accorde à dire à l'unanimité qu'il est nécessaire d'encadrer la personne dirigeante, spécialement dans le cas d'une société cotée en bourse. Une série de nuances est explicitée. Premièrement, il faut regarder la spécificité de l'industrie. Madame Donnet commente : « surtout dans des sociétés très spécialisées, si l'on est excellent en bio Tech, on a trouvé des super produits puis on amène la société en bourse, mais on n'a aucune capacité d'un point de vue financier pur ». Il faut, par ailleurs, faire attention aux coûts lors du développement de produits et garder à l'esprit un côté plus rationnel et financier qui de plus bénéficiera aux rendements des investisseurs d'après Madame Bultynck. Pour répondre à ce problème, une solution ressort à l'unanimité, la présence d'une équipe professionnelle spécialisée. Madame Kibieta résume la situation : « que ce soit le fondateur ou des gens qui sont là depuis 20 ans ou 15 ans, finalement peu importe. L'importance c'est de se dire que les personnes connaissent leur métier, sont des spécialistes et vont conduire la société vraiment sur le long terme ».

L'importance des ressources humaines ne fait nul doute et le poids d'une organisation ne peut reposer que sur la présence d'un individu. Toutefois, sa présence reste privilégiée pour offrir une image espérée par les investisseurs. Pour l'organisation, il s'agit de recruter une équipe utile pour compléter les faiblesses d'un CEO. Celui-ci doit absolument reconnaître ses faiblesses afin d'engager les ressources humaines nécessaires pour l'organisation. Quant au

fondateur, Madame Witte propose de le siéger au conseil d'administration pour garantir sa présence dans le groupe.

Suite à ce support d'informations, l'hypothèse semble trop restreinte comparée aux propositions ressorties de l'échantillon. En effet, la résolution des conflits d'agences est construite sur base d'une équipe solide spécialisée en complément à la présence d'un individu, pas spécialement le fondateur, qui par son image auprès des investisseurs apporte confiance à leur investissement. On rejette donc l'hypothèse H2a.

H2b

La deuxième hypothèse cherche à comprendre comment utiliser de manière optimale la présence des nouveaux propriétaires pour supporter le meilleur intérêt de l'organisation. Deux types de commentaires ressortent à la suite des interviews au sujet des investisseurs, une partie théorique et une partie pratique. Théoriquement, certains reconnaissent effectivement qu'en fonction d'un certain pourcentage de propriété variant de 3 à 5 %, l'actionnaire a le droit de mettre un point à l'ordre du jour de l'assemblée générale. En général, ceux qui ont un pourcentage de propriété plus élevé ont plus leur mot à dire et ont parfois des représentants au conseil d'administration. Toutefois, selon l'échantillon, de nombreux particuliers ne participent même pas à l'assemblée générale. Les investisseurs institutionnels, eux, possèdent généralement un niveau de propriété plus élevé que les individuels et sont pour la majorité des organisations, les actionnaires principaux. Pratiquement, la majorité s'accorde à dire que l'investisseur en tant que partie prenante de l'organisation joue plutôt le rôle de récepteur d'informations qu'acteur décisionnaire. En effet, le rôle des équipes interrogées est de gérer « la relation avec les investisseurs ». Tous décrivent leur job avec la même approche. Monsieur Vanwambeke résume en quelques mots le rôle d'Investor Relations, il s'agit

« d'être jugé correctement par rapport à ce que l'on peut promettre aux investisseurs {...}, s'assurer que les gens qui sont actionnaires chez nous soient le mieux informés et aient l'occasion de poser des questions quand ils veulent le faire et s'assurer que les actionnaires qu'on pense pouvoir être intéressés par le type d'entreprise que nous sommes aient l'occasion de nous rencontrer, de comprendre le modèle d'affaires ».

La majorité insiste sur la transparence de la stratégie et des résultats de l'entreprise envers les investisseurs. Mais tous sont d'avis à dire, en reprenant les mots de Madame Kibieta, que « ce n'est pas les investisseurs qui vont dicter la stratégie de la société ». Le top management team décide d'une stratégie et le conseil d'administration l'approuve ou non.

Par ailleurs, la transparence et la consistance des stratégies sont en fait primordiales afin de ne pas surprendre le marché, que ce soit positivement ou négativement, car il s'agit de maintenir une stabilité du cours de bourse avant tout. Le but de ces équipes est de gérer les espérances des investisseurs avec la plus grande transparence pour éviter les déceptions et donc les fluctuations du cours. Toutefois, si les plans stratégiques mis en place sont bien pensés et prennent fruit, cela devrait se refléter de la même grandeur sur leurs actions. Le cours de bourse est le « reflet de la qualité du travail fait par le management » selon Monsieur Vanwambeke.

Malgré tout, l'organisation reste ouverte aux propositions de ses actionnaires, surtout s'ils sont importants: « the big funds they tell what they think we should do, and sometimes they are good ideas and sometimes they are ideas that we say sorry no that's not our strategy » (Madame Witte, UCB). Malgré tout, le choix de l'investisseur dépend de ce dont il a besoin dans son portfolio et l'organisation est là pour lui indiquer dans quel type d'investissement il s'engage, en étant suffisamment franc pour lui avouer s'il s'est trompé de chemin. Ils doivent, en effet, préalablement apprécier la stratégie de l'organisation comparée à leur profil d'investissement. Madame Witte commente: « my job for example is to attract, find and maintain investors who fit to our investment cycle, who fit to the other investors I have in this company ». Les équipes Investor Relations sont, pour reprendre ses mots, des « filtres » pour l'organisation afin d'assurer l'entente entre les investisseurs existants et converger leur vision avec celle de l'organisation.

Finalement, pour revenir à la partie plus théorique, la gouvernance d'entreprise garantit, au travers de l'assemblée générale, la présence d'actionnaires principaux pour mettre en place des grands plans stratégiques. Leur influence est donc non négligeable et Madame Bultynck illustre la situation : « on a vu, pas chez nous, mais surtout dans les sociétés américaines que certains actionnaires prennent une position de 3, 5, 10% dans la société et forcent le conseil d'administration à changer ou le CEO à partir dans le cas de mauvaise performance boursière ». C'est pourquoi Madame Witte nous rappelle à quel point la « signalling theory » est importante dans ce contexte, c'est-à-dire le message contenant de l'information pertinente envoyé par l'agent vers le principal afin de limiter l'asymétrie d'informations reconnue dans la théorie d'agence. Ce sont donc aux équipes Investor Relations d'assurer la convergence d'opinion dans leur bassin d'investisseurs pour éviter les surprises lors de l'assemblée générale.

Au travers cette analyse, on constate la concordance avec l'hypothèse H2b, qui affirme les bienfaits de l'activisme des investisseurs à condition qu'ils s'alignent avec les motivations et l'horizon temporel de l'organisation. On valide donc H2b.

H2c

Parmi les organisations interrogées, la majorité reconnaît l'utilisation de compensation financière pour aligner les motivations des investisseurs avec celles de leur équipe managériale dirigeante. A maintes reprises, les interviewés se réfèrent au rapport annuel et orientent leurs propos sur base des chartes de bonne gouvernance applicables en Belgique. Voici la réaction de Madame Kibieta, similaire à celle de la majorité de l'échantillon : « tout ça est très bien expliqué dans le rapport annuel dans la partie gouvernance où on explique en détails comment déterminer le bonus des membres du comité exécutif ». En effet, la majorité de l'échantillon ne divulgue pas de manière précise les calculs de compensation, le nombre d'actions offertes ou encore les montants perçus par les dirigeants oralement au travers l'interview. Les résultats sont donc limités pour cette partie, bien que certains avis ressortent. Pour la majorité des organisations, trois grands types d'outils sont illustrés : les stock-options, le fait de détenir des parts de propriétés à plus long terme dans l'organisation et enfin les bonus liés aux objectifs à court et long terme.

Madame Witte définit le concept des stock options: « what we usually do is we give you a thousand stock options which you can exchange into shares and sell at the same time, at the earliest in 4 years and only if it's in the money, you know if it has to pass a certain threshold ». La possibilité d'achat et de vente instantanée décrite semble être un facteur caractéristique pour cet outil financier. A première vue, cela offre une garantie aux investisseurs, car la volonté de leurs agents à faire grimper le cours de bourse, du moins pour la période d'achat des actions, est grande. Toutefois, lorsqu'on demande si les dirigeants pourraient être confrontés par certaines formes de distraction dues au fait que l'organisation est cotée en bourse, voici ce que Madame Bultynck révèle: « Oui sans doute surtout si le management a des stock-options qui sont exerçables à partir de telle date ». Le manager se laisserait distraire par son intérêt personnel à obtenir la meilleure opération possible par le biais de ses stock-options en laissant de côté la vision à plus long terme de l'organisation. L'investisseur serait-il dupé par une élévation artificielle du cours pour l'opportunisme de son agent ?

A côté de cela, on constate pour la majorité de l'échantillon une convergence des opinions concernant l'avantage du statut de propriétaire, cette fois-ci à plus long terme, sans revendre

rapidement l'action achetée comme c'est souvent le cas pour les stock-options. Monsieur Vanwambeke commente « le fait que les employés de l'entreprise sont actionnaires et bien c'est clair que cela aligne leurs intérêts avec les intérêts de l'organisation ». A titre d'illustration, Bpost lors de son IPO a acheté dans le cadre d'un plan qui était accessible à tous les employés pour 100 000 euros d'actions. On constate donc que l'actionnariat par des membres internes à l'entreprise est valorisant pour les organisations. Toutefois, lorsque la question concernant la distraction potentielle des dirigeants d'entreprise cotée en bourse est introduite, Monsieur Vanwambeke souligne parmi les dangers : « un management dont la rémunération est très largement dépendante du cours de l'action ». Cette dépendance a été soulignée par rapport aux stock-options, mais qu'en est-il des bonus liés à la performance de l'action ?

Concernant les bonus des membres du comité exécutif, ils sont liés aux objectifs revus chaque année par le conseil d'administration ou lors de l'assemblée générale. Madame Bultynck décrit brièvement comment cela se passe :

« il y a ce que l'on appelle le short term incentive donc ça c'est le bonus qui est déterminé chaque année{...} en fonction du critère de performance{...} et puis il y a le long term incentive qui est sur 3 ans{...} par rapport à certaines targets qui avaient été fixées au début de cette période, le management est rétribué par rapport à ça ».

Les bonus sont donc variables en fonction du respect des objectifs adoptés. Avec des objectifs à long terme, cela donne une constance dans la stratégie et force moins le management à s'acharner sur des courtes périodes de profit. Toutefois, même les objectifs à long terme sont construits dans l'esprit de protéger les investisseurs puisque le calcul se base sur « une formule shareholder value qui regarde vraiment le cours de l'action sur les 3 ans » selon Madame Bultynck.

Malgré le peu d'informations révélées explicitement lors de la conduite des entretiens, on constate de manière générale que l'implémentation d'outils de compensation se base principalement sur le respect des conduites de bonne gouvernance recommandé de manière générale pour toute entreprise. Madame Witte commente : « there's a lot of law put into place on the European level, and {...} there's a specific Belgian law ». Les règles sont donc suivies à la lettre, sans réellement questionner leur influence sur l'organisation : « En tout état de cause, c'est un principe de bonne gouvernance et donc on l'applique » (Monsieur Vanwambeke). La majorité affirme que ces outils permettent effectivement d'aligner les

motivations des deux parties. Madame Witte le mentionne notamment dans la réduction des conflits d'agences: « very important to the universe of principal-agent theory ». Toutefois, leurs bienfaits sur l'organisation sont rarement remis en question et il faut donc différencier les outils axés sur le long terme du court terme. Tous les outils ne sont donc pas mis à la porte, mais comme on l'a vu, les stock-options ou une dépendance trop importante par le management peuvent être signe de danger. Madame Kibieta souligne pourquoi les incitants à long terme restent, par ailleurs, cruciaux :

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

Sur cette base d'informations, on valide l'hypothèse H2c puisque la majorité s'accorde à dire qu'il s'agit bien du respect des motivations des investisseurs et que par ailleurs l'intérêt qu'ils ont sur l'organisation est soit non remis en question, soit néfaste par la distraction qu'ils procurent aux équipes dirigeantes et que seulement une minorité des outils utilisés, sur le long terme, contribue positivement à la santé de l'organisation, en tenant en compte qu'ils restent tout de même basés sur une formule « shareholder value added ».

3. Comment gérer au mieux le bassin d'investisseurs afin de maintenir une organisation concentrée sur ses activités principales de base ?

Cette question analyse les organismes de l'organisation ayant un lien direct avec les investisseurs. Deux organes sont en partie au service des propriétaires, le conseil d'administration et les équipes « Investor relations ». Le conseil diffère dans sa composition interne d'une organisation à l'autre. La première hypothèse affirme qu'une présence principalement composée de directeurs indépendants permet au conseil de fonctionner de manière optimale dans son rôle de contrôleur des décisions managériales. La deuxième hypothèse se fonde sur la priorité accordée à l'embauche d'une équipe compétente pour gérer les pressions du marché boursier plutôt que de reposer tout le poids de l'organisation sur la présence d'un CEO hautement qualifié. Voici les hypothèses :

H3a : Le conseil d'administration joue un rôle optimal en apportant un œil extérieur à l'organisation à condition qu'il soit composé uniquement de directeurs indépendants externes à l'entreprise neutre à la fois vis-à-vis des directeurs du comité exécutif et de ceux représentant les actionnaires.

H3b : La présence d'une équipe spécialisée avec une certaine expérience financière et des compétences en communication pour gérer le marché boursier est plus appropriée que l'embauche d'un seul individu professionnel indépendant remplaçant l'ancien CEO.

H3a

Pour la grande majorité des organisations interrogées, on retrouve des directeurs représentant des actionnaires. Soit des actionnaires majoritaires comme c'est le cas pour GBL et Pargesa (Frère et Desmarais) ou Bpost et l'Etat Belge. Soit des actionnaires minoritaires, mais ayant les pourcentages de propriété les plus élevés de l'organisation, comme c'est le cas pour Cofinimmo, notamment avec Alianz, Belfius et la banque Degroof ou pour UCB avec le holding financier de Tubize (Janssen family) détenant 34% d'actionnariat. Madame Kibieta commente : « du coup ils ont une place au board et directement ils ont plus d'influence que les autres ». En fonction du pourcentage de propriété comparé aux autres investisseurs, il est donc possible de prendre une place au conseil et émettre ainsi une plus grande influence dans les décisions managériales. Le groupe Delhaize, ayant des actionnaires détenant jusqu'à 10% comme Silchester ou blackrock, n'a reçu aucune demande de la part de ces actionnaires pour avoir un représentant au conseil, mais cela pourrait arriver selon Madame Bultynck.

Un autre type de directeur représenté dans le conseil sont les « executive directors », c'est-à-dire les membres internes à l'organisation et présents dans le conseil d'administration. C'est le cas pour l'entièreté de notre échantillon si ce n'est Delhaize où il n'y a, depuis peu, aucun membre du conseil qui est également présent dans la gestion de la société au quotidien. Toutefois, la plupart du temps, ce ne sont que les CEO qui sont présents au conseil et plus rarement les autres membres du comité exécutif.

Le dernier type de directeur sont les directeurs indépendants qui aujourd'hui selon l'article 526ter du code de gouvernance des entreprises doivent être présents au minimum à 50% parmi l'ensemble des membres du conseil. Madame Witte commente : « ...you are obliged by the governance guidelines to have at least 50% so called independent members, people who are not linked to the company ». Elle souligne l'importance du respect de ces mesures pour la compétitivité de l'organisation sur les marchés boursières : « companies who do not comply with these guidelines have a significant disadvantage on the capital market ». Encore une fois il s'agit de respecter les règles de bonne gouvernance comme c'était le cas avec les outils de compensation financière.

Maintenant, si l'on s'intéresse au rôle qu'apporte le conseil d'administration à l'organisation, la majorité prescrit le rôle de challenger et de regard critique sur l'organisation afin de remettre en question les plans stratégiques par l'apport d'opinions diversifiées. L'échantillon utilise les mots : « distant », « regard extérieur », « pilier », « œil externe » pour faire allusion au rôle du conseil. Ces mots indiquent d'une part la nécessité de visions nouvelles et d'autre part le « pont » que le conseil crée pour rallier les idées des investisseurs à celles du comité exécutif. Madame Kibieta s'exprime à ce sujet : « il y a des personnes qui viennent de différents horizons, {...} qui peuvent avoir des visions un petit peu différentes et qui sont capables de challenger le management {...} et cela donne une certaine guidance aussi sur la stratégie à long terme de la société ». Madame Witte rajoute : « their job is to ask for more to not be satisfied with the very first thing, their job is also to support, to help you know so it's a very pluralistic, very broad scope of the jobs ». C'est donc une discipline multitâche demandée au conseil d'administration et nécessitant l'ouverture de toutes les opportunités envisageables. Par ailleurs, Monsieur Vanwambeke apporte une nuance au rôle du conseil : « par la définition même d'administrateurs d'entreprise, leur souci principal ce n'est pas tellement de représenter la personne qui les a désignées, mais c'est d'agir pour l'intérêt de l'entreprise ». Il rajoute : « le rôle du conseil d'administration ce n'est pas de jouer la belle-mère, le rôle du conseil d'administration c'est de valider la stratégie et de finalement déléguer son exécution au management ».

L'analyse a jusqu'à présent regardé d'une part la composition du conseil et d'autre part son rôle. En réalité, les deux sont corrélés comme le souligne Madame Bultynck en décrivant le conseil : « Maintenant, il faut que la composition du conseil soit bien faite ». Elle rappelle l'importance de l'hétérogénéité du conseil « c'est pas mal d'avoir un conseil qui reprend un mélange entre des Européens et des Américains ». Il semblerait donc, en accord avec la majorité de l'échantillon, qu'un conseil rassemblant des personnes avec des profils variés en termes d'expériences, de type de directeurs et de l'opinion qu'ils soutiennent, soit l'option optimale pour le bien de l'organisation. Madame Witte utilise les termes « coaching » ou encore « strong, diverse board of directors » dans un conseil comme étant un avantage pour le leader d'une organisation cotée sur le marché boursier. Elle rajoute que si le conseil d'administration est uniquement là pour hocher la tête et que cette façon de faire est connue publiquement, alors cette composition du conseil représente un réel désavantage pour l'organisation.

Suite à cela, on peut dire qu'effectivement le regard extérieur est garanti par un conseil d'administration composé de directeurs indépendants de l'entreprise, mais cela ne suffit pas. En réalité, au plus diversifié est le conseil, au mieux c'est pour la santé de l'organisation. On rejette donc l'hypothèse suggérant un conseil composé uniquement d'administrateurs extérieurs indépendants.

H3b

Suite à l'hypothèse H2a, on découvre effectivement qu'il est préférable d'avoir une équipe compétente pour gérer les activités du marché boursier plutôt que de déléguer ces activités au fondateur de l'entreprise. Toutefois, dans ce cas-ci, on se demande si cette équipe, en l'occurrence, Investor Relations, est préférable à la présence d'un CEO professionnel pour son expérience sur les marchés financiers.

L'apparition d'un nouveau pion dans l'équipe dirigeante ne semble pas adéquate spécialement dans le cas d'une organisation publique. Madame Kibieta commente : « C'est ça je pense qui peut plus être une source d'éventuelle volatilité dans le cours de bourse, c'est d'avoir un management qui change tout le temps, une stratégie qui change ». L'apparition d'une nouvelle personne au haut de l'échelon provoquerait des perturbations, car il y aurait automatiquement un changement de stratégie, or les investisseurs cherchent une équipe stable. Selon Madame Donnet, le besoin d'avoir des personnes compétentes sur le marché des capitaux est plus grand pour des sociétés spécialisées dans une industrie particulière qui ont peut-être les compétences de développer des produits, mais se perdent complètement lorsqu'il s'agit de gérer la relation avec leurs investisseurs. Madame Witte émet son opinion sur la situation: « a team is better because one person is not enough, {...}, and this team has to make sure the transition is happening ». Elle rajoute en quoi il est nécessaire d'avoir un bon directeur de département Investor Relations: « this is the only way how I can free time and energy and resources from CEO and CFO to focus on the real objectives: managing the company and managing the strategy ». Ce département est donc le bon outil pour s'occuper des investisseurs tout en laissant une marge d'espace suffisante pour les directeurs principaux afin de s'occuper des activités essentielles de l'entreprise. L'apparition d'un CEO professionnel n'a donc pas de sens dans ce contexte puisque l'on cherche justement à le débarrasser des activités boursières le plus possible. Suite aux fondements élaborés dans l'hypothèse H2a et les derniers commentaires perçus par l'échantillon, on valide donc l'hypothèse H3b.

4. *Comment le marché boursier peut-il déstabiliser une organisation, en termes de capital humain, bien que préparée administrativement ?*

La dernière sous-question de recherche vise à approfondir les recherches en tentant de percevoir les éventuelles lacunes propres à l'individu. En effet, certaines organisations dépensent une partie cruciale de leur temps à préparer cette masse de travail administratif requise par leur présence sur les marchés boursiers. Malgré tout, une faiblesse est toujours perceptible et semble inévitable, les biais psychologiques. La première hypothèse confirme cette idée par la bounded rationality mais prétend à une variation des effets en fonction de la dépendance de l'organisation au cours de son action. La deuxième hypothèse argumente que ce cours de bourse ne devrait pas être source de faiblesse ou de force, mais qu'il faudrait plutôt utiliser les indicateurs internes à l'organisation pour se rendre compte des réels résultats. Voici les hypothèses :

H4 a : le biais psychologique de « bounded rationality », spécifique à la situation de « liability of newness » post-IPO de l'entreprise est perceptible par tous individus, mais émet une ampleur variable en fonction du degré de dépendance de l'organisation au cours de l'action.

H4 b : L'équipe managériale doit mesurer la performance de ses stratégies en fonction d'indicateurs internes appropriés et non par une dépendance à l'évolution du cours de bourse.

H4a

La majorité de l'échantillon reconnaît effectivement une certaine forme de distraction difficilement contournable, suite à l'attirance qu'ils ont au cours de l'action. Madame Bultynck commente : « ...nous ça fait tellement longtemps qu'on est en bourse qu'on ne pourrait pas imaginer ça différemment ». Madame Witte répond fermement : « Of course, every day ». Madame Donnet rajoute : « Eh bien oui {...}. Il ne faut même pas spécialement d'IPO, mais aussi d'augmentation de capital, de fusion ».

Toutefois, l'échantillon prétend corriger ces erreurs au travers de bonnes équipes managériales, on reprend les idées de madame Witte : « we correct ourselves on a regular basis », « it is a corrective measure by the team », « they are all 100% responsible as a team ». Madame Donnet confirme ces propos : « il faut avoir des bonnes équipes à ce moment-là pour compenser le fait que le management est sur la route et autres ». Madame Kibieta rajoute : « ce qui est important c'est d'avoir un bon département investor relations {...}, c'est un bon moyen finalement de collecter le feedback ».

Plus précisément, Monsieur Vanwambeke fait l'éloge de la dépendance d'une série de facteurs amenant l'organisation vers une telle distraction. Il ne reconnaît pas spécialement les biais psychologiques au sein de son organisation, mais explique comment ils s'implémentent. Le premier facteur comprend l'influence de la perception des investisseurs sur le développement de l'entreprise. Si la valorisation des investisseurs et la facilité d'accès aux capitaux jouent fortement sur les possibilités de développement de l'organisation, alors la dépendance au marché augmente, ce qui augmente par la même occasion la distraction des managers. Dans un deuxième temps, il faut regarder la situation financière de l'organisation, c'est-à-dire l'emprunt obligataire et la position de liquidité. Monsieur Vanwambeke présente l'état de Bpost : « chez nous cela joue très peu, {...}, on a même une position de cash si on prend le moment le plus bas de l'année, 350-400 millions de cash net ». Troisièmement et on en a déjà parlé dans l'hypothèse H2c, la distraction grandit avec un management dont la rémunération est très largement dépendante du cours de l'action. Madame Bultynck a d'ailleurs dénoncé les stock-options à ce sujet. Maintenant, si l'on s'intéresse uniquement au cours de l'action, il y a encore deux facteurs qui impliquent directement sa variation. Monsieur Vanwambeke cite : « le reflet de la qualité du travail fait par le management » et enfin la fluctuation incontrôlable du cours « pour une raison totalement indépendante de la réussite ou non de l'entreprise ». C'est donc en fonction de l'importance qu'accorde volontairement ou involontairement l'organisation à ces facteurs, qu'elle va elle-même se mettre dans un état graduel de dépendance aux activités boursières.

Cette situation reconnue par la majorité de l'échantillon n'est pas pour autant appréciée, à tel point qu'ils en accusent son existence. Madame Witte commente: « the link between the strategy of the company and the differentiation unique selling point, {...}, of the company and its equity story there shouldn't be a difference, should be absolutely a mirror of it, and should fit ». Cette distinction entre les deux mondes pourtant reconnue par l'entièreté de l'échantillon d'une façon ou d'une autre semble inacceptable. Par ailleurs, cette dépendance paraît en partie inévitable. Madame Kibieta commente : « même si le cours de bourse ce n'est pas quelque chose sur lequel il faut regarder toutes les secondes, ça reste quand même un évènement important ».

Enfin la majorité nuance souvent leurs réponses au cas par cas, en informant l'interviewer par différents exemples ou situations particulières qui font ainsi agir les facteurs de manière assez variable. L'hypothèse H4a est donc validée, car tous reconnaissent cette faiblesse de bounded

rationality suite à la teneur des activités boursières, mais se justifient par une dépendance variable au cours de l'action bien que réellement présente pour tous.

H4b

Comme on vient de le voir dans l'hypothèse précédente, l'échantillon reconnaît l'attraction inévitable aux fluctuations du cours de bourse. Toutefois, s'agit-il du meilleur moyen d'évaluer la performance de l'organisation ? En tous cas, les organisations semblent majoritairement l'utiliser dans leur jugement de valeur au quotidien. Voici les commentaires de Madame Kibieta, similaires aux autres participants : « c'est quand même un point qui préoccupe toutes les sociétés cotées ». Cependant elle ne nie pas les dangers : « être focalisé que sur le cours de bourse au lieu de s'occuper des questions plus opérationnelles ». Madame Bultynck confirme ces dires : « y a rien à faire on regarde quand même le cours de bourse ».

Lorsque l'on leur demande quelle est la meilleure manière de fonctionner, voici ce que Madame Bultynck répond : « ...c'est une espèce de baromètre de la performance dont il faut parfois s'éloigner pour regarder à plus moyen terme et prendre les décisions qu'on croit être les meilleurs même si le marché n'apprécie pas toujours ».

Plus tôt dans l'analyse, Monsieur Vanwambeke précisait que le cours de bourse est quelque part le reflet des résultats du bon ou mauvais travail de l'équipe managériale. Néanmoins, il précise :

« ...ce n'est pas le cours de bourse qui va déclencher le fait que le management doit se poser des questions, mais c'est d'autres indicateurs comme les résultats qui sont en baisse ou certains projets qui ne se sont pas développés comme ils auraient dû le faire ».

Dans la revue de la littérature, une série d'indicateurs internes ont été explicités, avec, en l'occurrence, une erreur dans leur utilisation. Dans ce cas-ci, il semblerait que l'échantillon reconnaisse effectivement utiliser des outils d'évaluation pas toujours efficaces et dont ils doivent parfois se détacher pour regarder, dans un premier temps, les performances internes et ainsi corriger le tir.

Ces indicateurs ne doivent pas uniquement ressortir de formule comptable ou financière, il peut également s'agir de feedback ou brainstorming. Madame Witte commente : « Not just me personally but also the other teams are giving feedback to the bosses, so we correct ourselves on a regular basis. Elle rajoute : « a brainstorm must be possible because otherwise we can't be innovative ».

Quoi qu'il en soit, les outils sont là et les moyens pour y parvenir ne sont pas limités selon l'échantillon. On valide donc l'hypothèse H4b, puisque la majorité rejette l'idée d'une évaluation en suivant uniquement le cours de bourse et suggère effectivement une série d'outils alternatifs plus appropriés.

Chapitre 6 : Discussion et limites

Le chapitre précédent divulguait l'essentiel des résultats avec, derrière cela, une interprétation la plus objective possible pour faciliter la compréhension des mots ou phrases reprises dans les entretiens. Ce chapitre-ci vient renforcer cette analyse en apportant un regard critique sur les explications, notamment par la reconnaissance des faiblesses de cette recherche ou des ambiguïtés perçues sur le terrain. Suite à cela, une conclusion reprenant les grandes idées finalisera ce travail.

Premièrement, les résultats apportent clairement un support non négligeable de nouvelles idées, extrêmement pertinent pour la situation étudiée. La revue de la littérature ne reprend donc pas l'ensemble des concepts nécessaires, ce qui néanmoins, permet d'ajouter de nouvelles suppositions plutôt que simplement valider ou rejeter les hypothèses fondées sur une base purement théorique.

Ensuite, concernant l'échantillon, il est restreint à seulement cinq organisations du Bel 20. D'une part, cela met en jeu la présence du risque alpha, en rejetant une hypothèse alors qu'en réalité elle est peut-être vraie. Pour éviter cette erreur de Type 1, un échantillon plus large offre généralement une meilleure représentation de la situation étudiée. D'autre part, il s'agit d'organisations du Bel 20, c'est donc un seul marché qui est étudié alors que les hypothèses théoriques se fondent souvent sur des articles scientifiques ayant étudié plus particulièrement le marché américain. Néanmoins, il devient difficile, pratiquement, dans le cadre d'un mémoire d'étendre les recherches à une étendue géographique plus large et par ailleurs, les sources bibliographiques pour cette situation précise sont généralement mieux illustrées et plus nombreuses pour les marchés américains.

Concernant les résultats, le recueillement d'informations n'atteint malheureusement pas un niveau optimal. En effet, les interviewés eux-mêmes reconnaissent une part de confidentialité avant de s'exprimer au microphone. On le remarque notamment, dans l'explication des compensations financières de l'équipe managériale ou dans la divulgation de certains actionnaires. Madame Witte le mentionne lors de l'entretien: « I'm not supposed to disclose their holdings, it's their job to disclose their holdings to you if they want to disclose that ».

Par ailleurs, la dernière sous-question de recherche fait référence aux lacunes propres à l'individu, les biais psychologiques. En posant la question directement aux membres internes de l'organisation, on retrouve certainement un manque de recul et de reconnaissance des réelles faiblesses de l'individu. Bien qu'ils reconnaissent en partie la distraction de leurs supérieurs, l'une de leurs alternatives est de se proposer eux-mêmes comme volontaires pour y remédier. Toutefois, selon la théorie des biais psychologiques, tout individu est susceptible d'être touché par le phénomène. Les résultats sur cette question peuvent donc être biaisés. D'ailleurs, la plupart du temps, les interviewées décrivent la situation sans en impliquer leur propre personne.

Finalement, une recherche future pourrait sans doute approfondir la finance d'entreprise comportementale qui reste encore aujourd'hui une jeune découverte quand on regarde le peu d'écrits sur la thématique. Pour ce faire, il faudrait interroger des professeurs axés sur le sujet ou des personnes qui suivent ces organisations de près. D'ailleurs, un point manquant de ce travail afin d'obtenir un point de vue extérieur à l'organisation serait de rencontrer une série d'analystes financiers qui suivent au jour le jour ces entreprises faisant partie de l'indice du Bel 20.

Conclusion

De toute évidence, le compte rendu de ce travail sort bien largement des résultats attendus sur base théorique. Un tiers des hypothèses énoncées se sont vues rejeter, souvent à cause de leur affirmation incomplète. La sagacité des résultats faisant foi. Par ailleurs, il va sans dire qu'une réponse unique à la problématique est tout simplement inconcevable. Toutefois, certaines prescriptions méritent leur dévoilement aux yeux des organisations pour servir de guide à la sortie d'une IPO. En effet, cet événement transformationnel n'est qu'un déclencheur de complexités futures.

En ce qui concerne les régulations, il ne fait nul doute qu'elles entravent en partie les organisations dans l'application de leurs activités routinières. Malgré tout, elles restent acceptables quand on regarde le fruit du pénible travail qui en ressort. Les coûts restent toutefois difficilement réductibles. Ceci dit, les organisations belges devraient se contenter du peu, si l'on jette un œil au degré de sévérité en vigueur chez nos voisins outre-Atlantique.

Maintenant, si l'on s'intéresse aux tensions internes que dégagent indirectement les marchés boursiers, plusieurs sorties de secours sont envisageables. On note, premièrement, l'obtention d'une équipe de prestige pour s'occuper des relations avec les investisseurs. C'est sa consistance et sa complémentarité aux faiblesses du CEO qui ajouteront de la valeur à la bonne gestion de l'organisation. Par ailleurs, cette équipe doit, sans aucune exception, servir de filtre face au bassin d'investisseurs pour ne conserver que la fine portion en ligne avec la stratégie de l'entreprise. Une transparence quant au cycle d'investissement propre à l'industrie et une honnêteté face à l'investisseur construit la force de ces équipes et garantira une atténuation de l'asymétrie d'informations et une plus grande probabilité de stabilité du cours de bourse.

Alors que le conseil d'administration est mis en avant pour lutter contre les coûts d'agences, la théorie n'indique rien quant à sa composition. En pratique, le conseil doit émettre un visage critique et varié dans l'apport d'opinion pour exploiter un maximum d'opportunités sans tomber dans la redondance. Une composition hétérogène en recherche de discussions et non d'acquiescements est optimal. Quoi qu'il en soit, le degré d'influence des effets néfastes du marché boursier oscillera en fonction de la dépendance volontaire ou involontaire de

l'organisation à ce marché. Une volonté à se détacher des performances du cours est déjà signe de progrès.

Bibliographie

- Akyol, A., Cooper, T., Meoli, M., & Vismara, S. (2014). Do regulatory changes affect the underpricing of European IPOs?. *Journal Of Banking & Finance*, 45, 43-58.
- Arthurs, J., Busenitz, L., Hoskisson, R., & Johnson, R. (2009). Firm-Specific Human Capital and Governance in IPO Firms: Addressing Agency and Resource Dependence Concerns. *Entrepreneurship Theory And Practice*, 33(4), 845-865.
- Arthurs, J., Hoskisson, R., Busenitz, L., & Johnson, R. (2008). Managerial Agents Watching other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms. *Academy Of Management Journal*, 51(2), 277-294.
- Baker, M., & Gompers, P. (2003). The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 569-598.
- Balatbat, M., Taylor, S., & Walter, T. (2004). Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting And Finance*, 44(3), 299-328.
- Brav, A., & Gompers, P. (2003). The Role of Lockups in Initial Public Offerings. *Review Of Financial Studies*, 16(1), 1-29.
- Brickley, J., Coles, J., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal Of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Bruton, G., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2009). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, n/a-n/a.
- Carter, R., Dark, F., & Singh, A. (1998). Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *Journal of Finance*, 53(1), 285-311.
- Cattaneo, M., Meoli, M., & Vismara, S. (2015). Financial regulation and IPOs: Evidence from the history of the Italian stock market. *Journal Of Corporate Finance*, 31, 116-131.

- CBOE. (2015). *Advanced Chart- VIX (CBOE MARKET VOLATILITY)*. En ligne sur le site de CBOE. <http://www.cboe.com/delayedquote/advchart.aspx?ticker=VIX> (Consulté le 03/04/2015).
- Certo, S. (2003). Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures. *The Academy Of Management Review*, 28(3), 432.
- Certo, S., Covin, J., Daily, C., & Dalton, D. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO-stage new ventures. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 641-658.
- Certo, S., Holcomb, T., & Holmes, R. (2009). IPO Research in Management and Entrepreneurship: Moving the Agenda Forward. *Journal Of Management*, 35(6), 1340-1378.
- Certo, S., Holmes, R., & Holcomb, T. (2007). The influence of people on the performance of IPO firms. *Business Horizons*, 50(4), 271-276.
- Commission européenne. (2015). *Progrès de la réforme financière*. En ligne sur le site de la commission européenne. http://ec.europa.eu/finance/general-policy/policy/map_reform_fr.htm (consulté le 13/04/2015).
- Dalziel, T., White, R.E., Arthurs, J.D., & Hoskisson, R.E. (2010). Initially distracted: The influence of boards on agency costs in initial public offering (IPO) firms. In Audretsch, D., Dagnino, G.B., Faraci, R., & Hoskisson, R.E. (Eds.), *New frontiers in entrepreneurship: Recognizing, seizing, and executing opportunities*. International Studies in Entrepreneurship, 26, 11-30, New York: Springer.
- Doidge, C., Karolyi, G., & Stulz, R. (2010). Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets?. *The Journal Of Finance*, 65(4), 1507-1553.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy Of Management Review*, 14(1), 57.
- Ekkayokkaya, M., & Pengniti, T. (2012). Governance reform and IPO underpricing. *Journal Of Corporate Finance*, 18(2), 238-253.

- Ernst & Young. (2013). *EY's guide to going public*. En ligne sur le site d'Ernst & Young. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ernst_and_Young_guide_to_going_public/\\$FILE/Guide_to_Going_Public.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ernst_and_Young_guide_to_going_public/$FILE/Guide_to_Going_Public.pdf) (consulté le 13/04/2015).
- Ernst & Young. (2014). *EY Global IPO Trends 2014 Q4*. En ligne sur le site d'Ernst & Young. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-q4-14-global-ipo-trends-report/\\$FILE/ey-q4-14-global-ipo-trends-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-q4-14-global-ipo-trends-report/$FILE/ey-q4-14-global-ipo-trends-report.pdf) (consulté le 13/04/2015).
- Euronext. (2015). *Index Rule Book Bel Family*. En ligne sur le site d'Euronext. https://indices.euronext.com/sites/indices.euronext.com/files/bel_family_rules_version_14-01_march_2014.pdf (consulté le 3/06/2015)
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal Of Law And Economics*, 26(2), 301.
- Fischer, H., & Pollock, T. (2004). Effects of social capital and power on surviving transformational change: The case of initial public offerings. *Academy Of Management Journal*, 47(4), 463-481.
- Gao, X., Ritter, J., & Zhu, Z. (2013). Where Have All the IPOs Gone?. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 48(06), 1663-1692.
- GBL(2015). *Aperçu*. En ligne sur le site de GBL. <http://www.gbl.be/fr/aperçu> (consulté le 25/05/2015)
- Gompers, P., & Lerner, J. (1998). Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions. *The Journal Of Finance*, 53(6), 2161-2183.
- Hambrick, D., Finkelstein, S., & Mooney, A. (2005). Executives sometimes lose it, just like the rest of us. *Academy Of Management Review*, 30(3), 503-508.
- He, X., & Mittal, V. (2007). The effect of decision risk and project stage on escalation of commitment. *Organizational Behavior And Human Decision Processes*, 103(2), 225-237.
- Hillman, A., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy Of Management Review*, 28(3), 383.

- Hitt, M., Ireland, R., & Hoskisson, R. (2007). *Strategic management*. Mason, Ohio: Thomson/South-Western.
- Hoskisson, R., Hitt, M., Johnson, R., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy Of Management Journal*, 45(4), 697-716.
- Howton, S. (2006). Effect of Governance Characteristics on the State of the Firm after an Initial Public Offering. *Financial Review*, 41(3), 419-433.
- Hsu, H., Reed, A., & Rocholl, J. (2010). The New Game in Town: Competitive Effects of IPOs. *The Journal Of Finance*, 65(2), 495-528.
- Iliev, P. (2010). The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality, and Stock Prices. *The Journal Of Finance*, 65(3), 1163-1196.
- Investopedia. (2003a). Sarbanes-Oxley Act Of 2002 (SOX) Definition. En ligne sur le site d'Investopedia. <http://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp> (consulté le 20/03/ 2015)
- Investopedia. (2003b). *Venture Capitalist Definition*. En ligne sur le site d'Investopedia. <http://www.investopedia.com/terms/v/venturecapitalist.asp> (consulté le 14 avril 2015).
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, R., Hoskisson, R., & Hitt, M. (1993). Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 33-50.
- Kaserer, C., Mettler, A., & Obernberger, S. (2011). The Impact of the Sarbanes-Oxley Act on the Cost of Going Public. *Bus Res*, 4(2), 125-147.
- Kroll, M., Walters, B., & Le, S. (2007). The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms. *Academy Of Management Journal*, 50(5), 1198-1216.

- Levis, M. (2011). The Performance of Private Equity-Backed IPOs. *Financial Management*, 40(1), 253-277.
- Levis, M., & Vismara, S. *Handbook of research on IPOs*.
- Lewellen, K. (2006). Risk, Reputation, and IPO Price Support. *Journal of Finance*, 61(2), 613-653.
- Luo, X. (2008). When Marketing Strategy First Meets Wall Street: Marketing Spendings and Firms' Initial Public Offerings. *Journal Of Marketing*, 72(5), 98-109.
- Mak, Y., & Roush, M. (2000). Factors Affecting the Characteristics of Boards of Directors. *Journal of Business Research*, 47(2), 147-159.
- March, J. (1965). *Handbook of organizations*. Chicago: Rand McNally.
- Martens, M., Arcand, J., & Walker, T. Institutional and Strategic Consequences of Founder-CEO Transition Decisions in IPO Firms. *SSRN Journal*, n/a-n/a.
- MSCI. (2015). *MSCI World Index (USD)*. En ligne sur le site de MSCI.
https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-world-index.pdf
 (consulté le 21 juin 2015).
- Nelson, T. (2003). The persistence of founder influence: management, ownership, and performance effects at initial public offering. *Strategic Management Journal*, 24(8), 707-724.
- Nguyen, T., & Schüßler, A. (2012). How to Make Better Decisions? Lessons Learned from Behavioral Corporate Finance. *International Business Research*, 6(1), 187-198.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, a. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Politis, D. (2008). Business angels and value added: what do we know and where do we go?. *Venture Capital*, 10(2), 127-147.
- Pollock, T., Porac, J., & Wade, J. (2004). Constructing Deal Networks: Brokers as Network "Architects" in the U.S. IPO Market and Other Examples. *The Academy Of Management Review*, 29(1), 50.

- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal Of Political Economy*, 106(6), 1113.
- Pwc. (2014). *IPO Watch Europe 2014*. En ligne sur le site de pwc. http://www.pwc.co.uk/en_UK/uk/assets/pdf/ipo-watch-feb-2015.pdf (consulté le 13/04/2014).
- Ritter, J., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Robbins, S. (2005). *Essentials of organizational behavior*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall.
- Rodarie, H. (2013). *Réformes financières : progrès ou dégénérescence?*. En ligne sur le site de Robert-Schuman. <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0286-reformes-financieres-progres-ou-degenerescence> (consulté le 12/04/2015)
- Sentis, P. (2005). Introduction en Bourse. Quelles stratégies pour l'entreprise candidate. *Revue Française De Gestion*, 31(158), 225-244.
- Shi, C., Pukthuanthong, K., & Walker, T. (2012). Does Disclosure Regulation Work? Evidence from International IPO Markets. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 356-387.
- STOXX. (2015). *EURO STOXX 50® Volatility (VSTOXX®)*. En ligne sur le site de STOXX. http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=V2TX (Consulté le 21/06/2015).
- The White House. (2015). *Wall Street Reform: The Dodd-Frank Act*. En ligne sur le site The White House. <https://www.whitehouse.gov/economy/middle-class/dodd-frank-wall-street-reform> (consulté le 15/03/2015).
- Welbourne, T., & Andrews, A. (1996). Predicting the performance of initial public offerings: Should human resource management be in the equation?. *Academy Of Management Journal*, 39(4), 891-919.
- Welbourne, T., Neck, H., & Dale Meyer, G. (2012). The entrepreneurial growth ceiling. *Management Decision*, 50(5), 778-796.

Wikipedia. (2015). *Flottant (finance)*. En ligne sur le site de Wikipedia.

[http://fr.wikipedia.org/wiki/Flottant_\(finance\)](http://fr.wikipedia.org/wiki/Flottant_(finance)) (consulté le 28/05/2015).

WilmerHale. (2014). *2014 IPO Report*. En ligne sur le site de WilmerHale.

https://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/Shared_Content/Editorial/Publications/Documents/2014-WilmerHale-IPO-Report.pdf (consulté le 25/03/2015).