

**Louvain School of Management**

# **Quel est l'impact d'un investissement en Private Equity sur le management de la société ciblée ?**

Auteur : Nicodemo Riso  
Promoteur(s) : Thierry Percy  
Année académique 2021-2022  
Master 120 en sciences de gestion (HD) à finalité spécialisée

# Résumé

L'objectif de ce mémoire est de comprendre l'impact que peut avoir un investissement en Private Equity sur les Managers et CEO en place dans les sociétés dans lesquelles ils investissent.

Pour y arriver, je vais confronter la théorie au terrain en comparant les recherches et informations trouvées dans une première partie théorique avec les informations récoltées lors d'interviews effectuées avec des professionnels du Private Equity et des managers / CEO ayant connu ou connaissant ces investissements.

A la suite de la théorie, trois hypothèses sont ressorties :

- Hypothèse 1 : La qualité du management en place est un critère décisif dans la décision d'investissement d'une société de Private Equity
- Hypothèse 2 : Les compétences managériales des managers en place sont plus importantes que la spécialisation de ceux-ci dans un secteur d'activité en Private Equity
- Hypothèse 3 : En Private Equity, lorsque les managers sont remplacés, les objectifs de rendements sont plus élevés que lorsque qu'on garde le management en place

La conclusion de ce mémoire est que le Private Equity a un impact non négligeable sur les managers en place dans les sociétés dans lesquelles ils investissent. Le management fait partie des critères décisifs et indispensables à l'atteinte des objectifs d'un fonds de Private Equity.

Nous découvrons que les managers travaillant avec ces fonds doivent posséder des compétences managériales et doivent pouvoir travailler en accord avec les fonds. Mais ils doivent aussi dans certains secteurs spécifiques avoir des compétences spéciales liées à l'environnement dans lequel ils évoluent.

Pour terminer, des opérations visant à remplacer totalement ou partiellement l'équipe managériale sont aussi effectuées, beaucoup de critères vont entrer en jeu pour prendre cette décision comme l'atteinte des objectifs, la personnalité ou le poste occupé... Mais nous ne trouvons pas de cadre pouvant lier un rendement plus élevé avec un remplacement de management à la fin de ce mémoire jusqu'ici.

# Remerciements

Je voudrais tout d'abord remercier particulièrement mon promoteur de mémoire monsieur Thierry Percy pour le temps octroyé dès que j'en avais le besoin, les précieux conseils tout au long de la rédaction de ce mémoire qui m'ont permis à chaque fois de passer une étape supplémentaire et le partage de ses contacts et connaissances qui ont permis de récolter des informations précieuses.

J'aimerais également remercier l'ensemble des personnes qui ont pris le temps de répondre à mes demandes et ont partagés des informations importantes sur leur métier et leurs expériences. Merci à :

- **Manager X** : souhaite rester anonyme
- **Pierre Petetin** : Ancien CFO société Vidal
- **Professionnel PE X** : souhaite rester anonyme
- **Ludovic Noki** : Senior Officer chez AlterDomus
- **Dominique Pellegrino** : Co-fondateur de Vertuoza
- **Zoe Absil** : Administratrice chez Quizo
- **Coralie Sommacal** : Manager chez Alter Domus

Ces personnes m'ont été d'une grande aide pour la rédaction qu'elles veuillent rester anonymes ou non.

Finalement, je voudrais remercier toutes les personnes intermédiaires m'ayant permis de rencontrer ces professionnels et mener à bien ce projet.

# Tables des matières

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| Introduction .....                                      | 7  |
| Choix du sujet.....                                     | 8  |
| Méthodologie .....                                      | 9  |
| 1. Le Private Equity.....                               | 11 |
| 1.1. Qu'est-ce que le private equity ?.....             | 11 |
| 1.2. Quels sont les différents types ? .....            | 14 |
| 1.3. Cible .....                                        | 15 |
| 1.3.1. Maturité .....                                   | 15 |
| 1.3.2. A qui est-il destiné ?.....                      | 16 |
| 1.4. Pourquoi choisir le Capital investissement ?.....  | 17 |
| 1.4.1. Les trois phases du capital investissement ..... | 17 |
| 1.4.2. Analyse avantages bourse .....                   | 19 |
| 1.4.3. Analyse avantages Private equity.....            | 20 |
| 1.5. Secteurs économiques .....                         | 21 |
| 1.6. Impact sur les sociétés ciblées.....               | 23 |
| 1.6.1. Sur quoi le Private Equity va-t-il agir ?.....   | 23 |
| 1.6.2. Quelles sont les mesures principales ? .....     | 24 |
| 1.7. Pour conclure ce chapitre .....                    | 29 |
| 2. Rentabilité des managers.....                        | 30 |
| 2.1. Compétences requises .....                         | 31 |
| 2.2. Formation et développement.....                    | 33 |
| 2.3. La théorie d'agence .....                          | 33 |
| 2.4. Alignement stratégique .....                       | 37 |
| 2.5. Motivations des managers.....                      | 37 |

|                                                                          |    |
|--------------------------------------------------------------------------|----|
| 2.6. Pour conclure ce chapitre .....                                     | 39 |
| 3. Management et Private Equity .....                                    | 40 |
| 3.1. Place du management dans le Private Equity .....                    | 40 |
| 3.2. Que pense-t-on du management et comment agissent-ils dessus ? ..... | 41 |
| 3.3. Caractéristiques des managers en place .....                        | 45 |
| 3.4. Management et taille des sociétés .....                             | 48 |
| 3.5. Quand change-t-on alors le management en Private Equity ? .....     | 48 |
| 3.5.1. Due Diligence .....                                               | 51 |
| 3.5.2. En pratique .....                                                 | 52 |
| 3.6. Faut-il changer le management en place ? .....                      | 54 |
| 3.7. Pour conclure ce chapitre .....                                     | 56 |
| 4. Hypothèses et méthode d'analyse des données .....                     | 58 |
| 4.1. Hypothèses .....                                                    | 58 |
| 4.2. Interviews .....                                                    | 58 |
| 4.3. Méthode d'analyse des données .....                                 | 61 |
| 5. Analyse des résultats .....                                           | 62 |
| 5.1. Hypothèse 1 .....                                                   | 62 |
| 5.2. Hypothèse 2 .....                                                   | 68 |
| 5.3. Hypothèse 3 .....                                                   | 73 |
| 6. Conclusion .....                                                      | 77 |
| 7. Limites .....                                                         | 79 |
| 8. Matière à réflexion .....                                             | 80 |
| 9. Bibliographie .....                                                   | 81 |
| 10. Annexes .....                                                        | 86 |
| 10.1. Questions d'interview .....                                        | 86 |

|                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----|
| ANNEXE A : Questionnaire destiné aux Managers .....                         | 86  |
| ANNEXE B : Questionnaire destiné aux professionnels du Private Equity ..... | 88  |
| ANNEXE B1 : Hypothèse 1.....                                                | 88  |
| ANNEXE B2 : Hypothèse 2.....                                                | 89  |
| ANNEXE B3 : Hypothèse 3.....                                                | 89  |
| 10.2. Retranscription des interviews .....                                  | 90  |
| ANNEXE C : Interview de Ludovic NOKI .....                                  | 90  |
| ANNEXE D : Interview du manager X.....                                      | 99  |
| ANNEXE E : Interview du professionnel X .....                               | 110 |
| ANNEXE D : Interview de Pierre Petetin.....                                 | 116 |

# Tables des figures

|                                                                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figure 1 source : C. Demaria 2012 Circuit de collecte et d'investissement des fonds de Private Equity .....                | 11 |
| Figure 2 : source C. Demaria 2012 Le circuit de l'argent en Private Equity .....                                           | 13 |
| Figure 3 Source : Mahieu 2017 Avantages et inconvénients comparés d'un financement en fonds propre vs Private Equity ..... | 18 |
| Figure 4 Source : Statista 2019 Les secteurs économiques du Private Equity en 2016 .....                                   | 21 |
| Figure 5 Source : BSI economics l'impact du temps sur les rendements et performances TRI ....                              | 25 |
| Figure 6 Source : Courtais et Al. 2016 Visualisation d'un Value Bridge .....                                               | 26 |
| Figure 7 Source : Eisenhardt 1989 Entrepreneural décisions stratégiques entrepreneurs au quotidien.....                    | 35 |
| Figure 8 Source :Wright 2000 Incentives and cognition in Buyouts .....                                                     | 38 |
| Figure 9 Source : Bloom N (2015) Comparaison des management scores.....                                                    | 44 |
| Figure 10 Source : Bloom (2015) Classement des entreprises PE vs reste .....                                               | 45 |
| Figure 11 Source : Bloom 2015 Management practice gap by type of PAD Private Equity .....                                  | 46 |
| Figure 12 Source : Lichtenberg et Siegel 1989 comparaison MBIs et MBOs .....                                               | 55 |

# Introduction

Le Private Equity est un secteur qui ne cesse de croître. Il est intéressant car très vaste, de nombreuses variables peuvent être traitées. Le secteur ayant le vent dans le dos, il est très étudié par les étudiants d'écoles de commerces ou de finance.

Pour ma part, le choix du sujet s'est posé durant cette époque où on observe une « révolution managériale ». La gestion d'entreprise a fortement évolué ces dernières années et les attentes évoluent aussi vite que le marché dans lequel nous nous trouvons aujourd'hui.

Les cours de management proposés dans les universités changent de nom et de contenu, passant du management opérationnel et financier axé sur la performance et le rendement à un management humain et respectueux tourné vers l'humain et ses attentes envers son employeur.

Le but de ce mémoire est donc de lier le Private Equity et ses attentes à la suite d'un nouvel investissement à celles des managers avec lesquels ils vont travailler et qu'ils vont côtoyer tout au long de cet investissement et jusqu'au retrait.

Je démarrerai donc ce mémoire par une question de recherche générale :

**Quel est l'impact d'un investissement en Private Equity sur le management de la société ciblée ? Que recherchent les sociétés de Private Equity chez les managers en place dans les structures dans lesquelles ils investissent ?**

Cette question nous mènera tout au long de ce mémoire à mieux comprendre les facettes du Private Equity mais également le rôle majeur d'un manager dans diverses situations et en particulier dans celles qui les lient avec les professionnels du Private Equity.

# Choix du sujet

Le sujet ne sera pas fixé sur un type d'investissement mais sur le Private Equity en général. Ce mémoire à caractère managérial a pour objectif de comprendre où sont les attentes des investisseurs en matière de rendement et de gestion des sociétés dans lesquelles ils sont actionnaires en comprenant la place et l'importance du management actif.

Nous connaissons l'impact et le return attendu des investissements en Private Equity car de nombreuses études ont été développées et le sujet est de plus en plus traité. Mais ces investissements ont un impact sur les sociétés ciblées et sur le management en place qui doit dans certains cas revoir sa façon de travailler, changer sa stratégie ou son plan de carrière.

Le caractère privé du secteur octroie beaucoup de liberté et ne donne pas beaucoup d'informations en retour ce qui explique les différentes critiques sur le sujet et le secteur souvent décrit comme non éthique ou immoral par certains.

Les managers, suivant leur position hiérarchique, subissent généralement durant les négociations sans pouvoir agir et doivent quant à eux dévoiler leurs méthodes et outils de travail aux nouveaux arrivants. Ce n'est qu'ensuite qu'ils obtiennent les nouvelles directives et nouveaux objectifs.

La société de Private Equity, elle, décide si le management en place nécessite un changement ou un remplacement ce qui fera partie de notre étude qui consiste à connaître les critères permettant d'évaluer la bonne fonction du management à la suite d'un investissement en Private Equity point de vue des Managers et des Professionnels du PE.

Le rôle du manager diffère énormément d'une entreprise à une autre et d'un secteur à un autre. Je tenterai ici de voir s'il existe une ligne directrice ou des synergies lorsqu'ils sont confrontés au Private Equity au cours de leurs carrières.

# Méthodologie

Je vais débiter ce mémoire par une grande recherche d'informations grâce à une documentation approfondie de sources scientifiques. Le but de cette recherche est de faire le tour du sujet et des publications parues jusqu'ici. D'une part pour ne pas effectuer deux fois un travail déjà développé mais également pour connaître le sujet en profondeur, les acteurs et auteurs pouvant nous apporter des informations indispensables au bon développement du mémoire.

Cette recherche d'informations sera découpée en 3 chapitres :

- Chapitre 1 : Le Private Equity
- Chapitre 2 : Rentabilité des Managers
- Chapitre 3 : Managers et Private Equity

Le premier chapitre a pour but de nous familiariser avec le Private Equity en général, d'en connaître ses différentes formes, son fonctionnement, les intermédiaires mais également ses points positifs et négatifs.

Le deuxième chapitre quant à lui sera totalement différent et passera en revue la rentabilité des managers, ce que toute entreprise attend d'eux. Différents outils ont été développés et étudiés. Je tente donc de faire le tour des articles les plus importants et nécessaires à la bonne rédaction du mémoire

Le troisième chapitre est lui le mix des deux premiers et la finalité théorique car il a pour objectif de comprendre le rôle des managers pour les sociétés de Private Equity. Ce chapitre passe en revue le rôle et la collaboration entre Private Equity et Managers en place,

Finalement, de ces recherches, vont découler des hypothèses déjà citées plus haut que nous tenterons d'accepter ou de réfuter.

Pour permettre de répondre à notre question de recherche et aux différentes hypothèses, nous interrogerons quelques managers ayant subi un investissement en Private Equity pour en retirer leur expérience et les informations précieuses ainsi que les réponses de professionnels du Private Equity s'occupant d'acquisitions ou de participations dans différentes sociétés. Les informations tirées de la théorie et des interviews seront analysées et confrontées pour tirer une conclusion générale et permettre de répondre le plus précisément possible à notre question de recherche et hypothèses.

Pour terminer, j'exposerai quelques limites du mémoire et certaines pistes de réflexions pouvant donner lieu à de futures recherches sur le sujet.

# 1. Le Private Equity

Dans ce chapitre, nous allons parcourir le Private Equity en général et tenter d'en savoir plus sur le sujet. Le secteur est très étudié, et très large, nous allons donc résumer les principales parties qui le composent pour nous permettre d'avoir les informations nécessaires à la bonne rédaction des chapitres suivants.

## 1.1. Qu'est-ce que le private equity ?

« Les FPE sont des intermédiaires financiers qui financent en fonds propres des sociétés non cotées au moyen de capitaux apportés par des investisseurs. » (Mahieu, 2017). Ces capitaux apportés par les investisseurs peuvent avoir plusieurs formes comme le prouve le graphique ci-dessous tiré de C.Demaria (2012) montrant les apports par des investisseurs institutionnels :

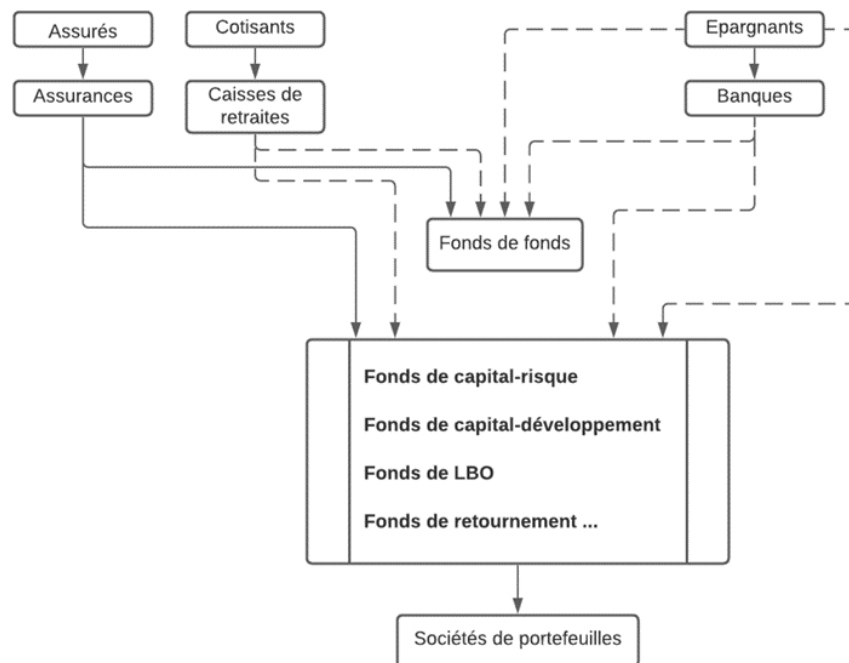


Figure 1 source : C. Demaria 2012 Circuit de collecte et d'investissement des fonds de Private Equity

Le graphique nous montre bien d'où proviennent ou peuvent provenir ces capitaux. Mais il existe aussi des investisseurs privés ayant un profil particulier et pouvant investir directement dans les sociétés (avec l'aide des banques ou d'autres fonds dépendant du type d'investissement et des cas).

Ces investisseurs doivent avoir un profil particulier car de nombreuses ressources doivent être à leurs dispositions : ressources financières solides pour assumer les investissements, un réseau important pour avoir une vue sur les opportunités d'affaires mais également l'expertise nécessaire pour les différents montages.

Lorsqu'il est question de financer une entreprise, deux solutions viennent à l'esprit :

Les marchés financiers et l'endettement bancaire. Les marchés financiers ne permettent le financement qu'à un nombre restreint de sociétés ayant à remplir certains critères précis (chiffre d'affaires, années d'existence, etc.). Les conditions d'accès sont elles aussi strictement encadrées et les entreprises ayant recours à ces endettements doivent prouver leur capacité à rembourser leurs créiteurs (C.demaria 2012). Le private Equity étant un véhicule de placement collectif privé apparaît alors comme une solution de financement.

Ces définitions, tentent de nous expliquer que le PE<sup>1</sup> est une source de financement alternative pour les sociétés non cotées recherchant des capitaux mais pas seulement, il va assister les demandeurs dans toute une série d'actions telles que le développement de la croissance, le redressement, transmission, management, etc. Pendant une durée prédéfinie ce qui place cet outil dans une position différente de celle de ses concurrents « simples prêteurs ». A la fin de cette période prédéfinie, la société en PE revendra les parts de la société en réalisant une plus-value sur celle-ci. Le tableau ci-dessous inspiré de C.Demaria (2012) nous montre le circuit de l'argent en Private Equity et nous permet de mieux comprendre le processus :

---

<sup>1</sup> PE=Private Equity

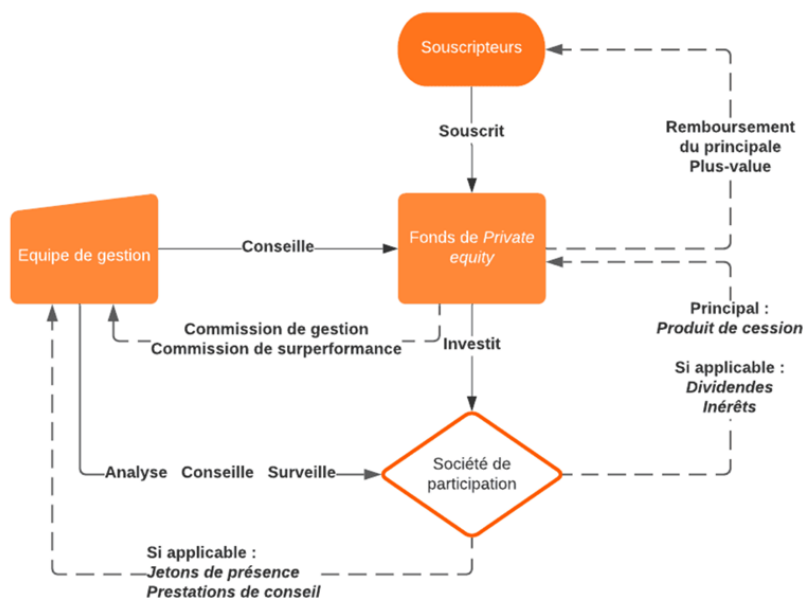


Figure 2 : source C. Demaria 2012 *Le circuit de l'argent en Private Equity*

Ce processus sera développé tout au long du premier chapitre pour nous permettre de comprendre de quoi se compose le PE.

## 1.2. Quels sont les différents types ?

Nous classerons les différents types de PE en plusieurs groupes. Le livre de « Introduction au Private Equity » de Demaria (2012) Résume bien les différents types d'opérations effectuées par le PE :

- **Capital Risque (venture capital) :**

Va cibler les jeunes entreprises en phase de développement. On l'appelle Capital Risque car les entreprises étant des Start-ups, rien n'est consolidé, on mise sur l'avenir avec une certaine incertitude et un risque moins maîtrisé

- **Capital retournement (turn-around capital):**

Se concentre sur les sociétés en difficulté, qui nécessitent un apport de capitaux. Ces structures ont besoin de restructurer, de se redresser. Elles possèdent néanmoins un gros potentiel pour attirer les repreneurs.

- **Capital Développement (growth capital):**

Va principalement encadrer les PME en croissance et qui cherchent des capitaux pour se développer. Les capitaux et l'expertise octroyés par le Private Equity vont permettre cette croissance.

- **Capital Transmission (leveraged buyout LBO):**

Souvent utilisés pour des sociétés plus matures, les fonds LBO vont encadrer une transmission d'entreprise à la suite d'un arrêt des actuels actionnaires ou un changement de propriétaire. Tout une série de compétences du Private Equity vont être mises à disposition pour encadrer cette transmission. Une opération de LBO consiste dans la plupart des cas en un apport minimum de capitaux complété par un effet de levier important. Dans cet effet de levier, la société investie est généralement utilisée comme garantie par les banques. Le but est de sortir le moins de capitaux propres possibles pour l'acquisition et sortir de position après quelques années comme nous l'expliquerons plus en détails dans la suite du mémoire.

## 1.3. Cible

### 1.3.1. Maturité

Les cibles sont très variées et la maturité de celles-ci va dépendre du type d'investissement.

Les différents types de PE nous parlent de la maturité. Lorsqu'un LBO est effectué, la maturité de l'entreprise investie est plus grande que pour un venture capital ou il s'agit de sociétés en pleine maturation nécessitant à la fois capitaux et conseils stratégiques, vision long terme et développement à plusieurs niveaux.

La maturité de la cible va dépendre de la société de Private Equity et sa spécialisation et son business model / expertise. Les fonds à disposition sont un facteur important dans le choix des cibles également.

Nous trouvons dans le livre « Private Equity et capitalisme français » de Glanchat, Lorenzi, Trainar (2008) qui nous éclaire sur les principales cibles du PE et leur maturité :

Les cibles dépendent fortement du type de structure mais également du fonds qui va investir dedans. Certaines entreprises de Private Equity se concentreront uniquement sur de jeunes sociétés en misant sur l'avenir tandis que d'autres chercheront à posséder des structures beaucoup plus matures et déjà très rentables dans le but de cerner des synergies avec d'autres entreprises composant leur portefeuille et générer un surplus de profit.

La diversification du portefeuille de sociétés joue un rôle majeur dans la cible pour permettre de diminuer le risque final.

### 1.3.2. A qui est-il destiné ?

« Le capital-investissement <sup>2</sup>aide à la croissance des petites et moyennes entreprises (PME), dont la taille insuffisante constitue un handicap majeur, pointé par de très nombreux rapports, en matière de performances sur les marchés étrangers ou d'innovations. Par ailleurs, le capital-investissement apporte une réponse à la question si pertinente de la transmission à venir des entreprises familiales de taille moyenne » (Glanchat, Lorenzi, Trainar 2008)

Le Private Equity est taillé pour les petites et moyennes entreprises comme expliqué plus haut. Néanmoins, on peut observer quelques exceptions surtout en capital transmission (LBO) où des structures de PE prennent des participations dans de grandes sociétés.

Ce qui nous pousse à croire que dans la plupart des cas, les PE s'intéressent aux petites et moyennes entreprises mais il reste quelques exceptions. De plus, le secteur connaît une forte progression et rencontre de plus en plus d'adeptes, nous pourrions donc voir à l'avenir un changement et/ou une diversification de celui-ci.

Nos rencontres nous montrent que les sociétés de PE investissent autant dans des Startups que dans des sociétés matures valorisées à plusieurs centaines de millions d'euros.

De nouveau, la structure du fond de Private Equity fera varier les cibles et le type de sociétés composant leur portefeuille.

---

<sup>2</sup> Capital investissement=Private Equity

## 1.4. Pourquoi choisir le Capital investissement ?

Le Private Equity vs marchés boursiers. Nous allons comparer ces deux moyens de financement et la raison pour laquelle le PE est privilégié à la bourse pour le financement des fonds propres des Petites et moyennes entreprises.

Nous choisissons la Bourse pour sa transparence et son contrôle en comparaison avec le PE et son caractère privé et discret.

### 1.4.1. Les trois phases du capital investissement

Pour se faire, commençons par nous intéresser à la méthode employée par le PE lors d'une opération.

Trois phases sont mises en avant par Mahieu (2017) :

- La première phase est celle qui précède l'investissement et met en relation le fond avec la société à financer. Cette phase est la mise en place de modalités parfois lourdes, le temps que les deux parties se concertent. Ces modalités sont de deux natures : financières (valorisation, montants...) et extra financières (statuts, pactes actionnaires...).
- La deuxième phase, la plus longue, va se traduire par une forte prise d'informations périodiques. Cette phase permet via des réunions avec les décideurs de suivre l'ensemble du projet et tenter de mettre en place certaines stratégies déjà proposées.
- Pour terminer, la troisième phase sera la sortie. La société d'investissement va chercher à revendre ses participations. Les fonds de PE placent leurs capitaux pour des durées variables. Certains vont garder ces investissements entre 5 et 6 ans avant de chercher à retirer leurs participations et tirer leur bénéfice dès que l'objectif est atteint. D'autres se définissent comme des investisseurs patients et gardent leurs positions plus longtemps.

Maintenant que nous voyons les méthodes de travail, penchons-nous sur la comparaison avec les marchés boursiers avant d'analyser ces données. Le tableau ci-dessous présenté par Mahieu (2017), nous expose les grandes différences d'un financement en fonds propres par les marchés financiers ou par le PE :

|                               |                                                           | Marchés financiers | Private Equity |
|-------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------------|----------------|
| Patrimoine                    | Prix élevé                                                | +                  |                |
|                               | Diversification des stratégies de sortie des actionnaires | +                  |                |
|                               | Couts directs                                             |                    | +              |
| Financement                   | Baisse du cout de financement                             | +                  |                |
|                               | Volume des financements disponibles                       | =                  | =              |
|                               | Flexibilité financière                                    | =                  | =              |
|                               | Accès facilité aux M&A                                    | +                  |                |
| Contrôle et gouvernance       | Surveillance de la gestion                                |                    | +              |
|                               | Séparation des droits politiques et financiers            |                    | +              |
|                               | Partage du pouvoir                                        |                    | +              |
|                               | Réductions ou perte des avantages privés                  |                    | +              |
|                               | Réduction de l'autonomie managériale                      |                    | +              |
| Biens des marchés ou services | Certification des produits                                | +                  |                |
|                               | Position concurrentielle affaiblie                        |                    | +              |

Figure 3 Source : Mahieu 2017 Avantages et inconvénients comparés d'un financement en fonds propre vs Private Equity

### **1.4.2. Analyse avantages bourse**

Du point de vue du patrimoine, on observe un net avantage des marchés financiers. Ceux-ci offrent une grande liquidité et les échanges sont beaucoup plus faciles. Dans le PE, les capitaux sont « bloqués » pendant un certain temps.

Concernant le financement, les coûts sont plus bas car la rentabilité attendue est moindre. Le risque semble plus faible sur les marchés financiers. Le terme « privé » perd son sens sur ceux-ci ce qui signifie également une plus grande confiance des investisseurs potentiels.

La baisse des couts de financement est caractérisée par la transparence et le contrôle proposé par les marchés financiers.

On voit en revanche qu'au niveau de la gouvernance, des avantages privés et tout ce qui concerne le contrôle interne, les marchés boursiers n'interviennent pas du tout.

On peut donc conclure que le plus grand avantage en bourse est la liquidité et sa transparence.

Qui peut également passer pour un désavantage dans certains cas.

### **1.4.3. Analyse avantages Private equity**

Mettons en avant la protection des informations et le réel contrôle des dirigeants lorsque le choix se porte sur le PE. L'avantage concurrentiel est lié également à ces informations internes.

Concernant les couts monétaires directs, la source annonce une moyenne de 7,8% sur les marchés boursiers contre 5% en PE ce qui n'est pas négligeable.

Ajoutons l'aide à la gestion et la stratégie faite par le PE grâce à leur proximité avec les dirigeants.

Nous pouvons conclure cette comparaison par le fait que suivant la nature et les besoins des entreprises, elle se dirigera vers l'une ou l'autre solution de financement. Ajoutons également, que même si une sortie en bourse est possible, on sait que l'intervention du PE est momentanée, l'équipe managériale sait donc que ça ne durera pas. Terminons par dire que cette comparaison n'est effectuée que pour les sociétés pouvant être financées par les marchés financiers et PE. Les petites entreprises n'ayant pas accès aux marchés financiers ont moins de choix de même que les structures ne répondant pas aux exigences des marchés financiers.

Il est important de rappeler que notre comparaison se fait du point de vue de l'entreprise ayant besoin d'une source de capitaux et non de l'investisseur devant choisir son placement ce qui donnerait d'autres critères à exploiter.

Selon le site « l'opinion.fr », les fonds d'investissement ont mené 26 opérations visant le retrait d'actions cotées pour un montant de 41 milliards en 2019. Etude menée par le bureau d'étude Mergermarket en 2019.

Ces chiffres impressionnants sont tirés du fait que les cibles intéressantes se font rares, le PE cherche donc d'autres cibles à privatiser sur les marchés boursiers selon la même source.

## 1.5. Secteurs économiques

Très peu de documentations recueillent les données des secteurs économiques visés par le PE. Néanmoins, le site français statista et son auteur Paul Manuel Godoy Hilario (2019) nous donne un aperçu des montants d'investissements par secteurs d'activité en 2016 à travers ce tableau :

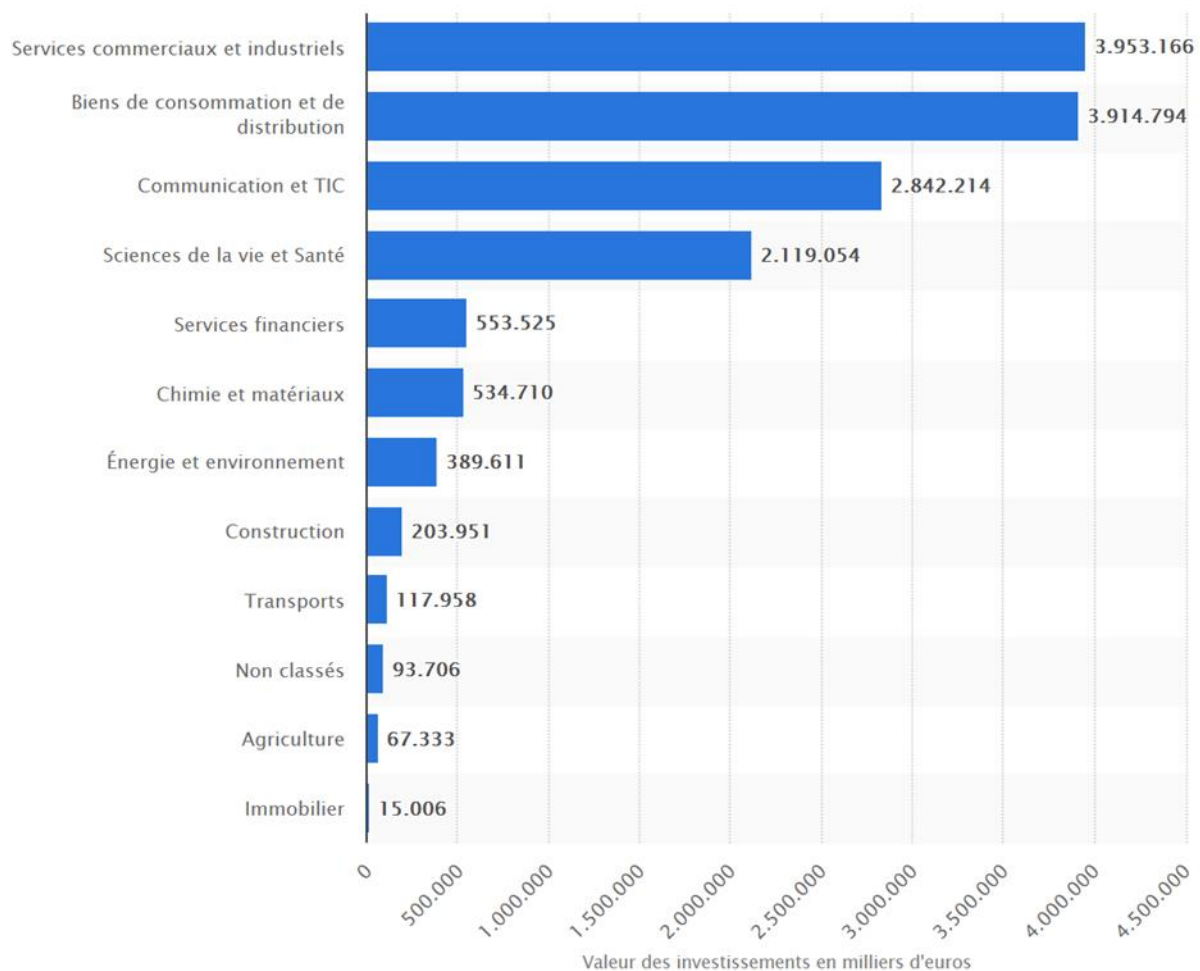


Figure 4 Source : Statista 2019 Les secteurs économiques du Private Equity en 2016

## **Comment pouvons-nous interpréter ces données ?**

On voit un « classement se profiler ». Néanmoins, il est difficile d'en tirer des conclusions. L'immobilier est en dernière position alors que selon le même site, il est le premier secteur alimenté via Crowdfunding<sup>3</sup>. Comme discuté plus haut, l'étude des sociétés se fait au cas par cas et les montants investis reflètent les besoins des différents secteurs.

Comme expliqué en détail par Blindheim, Brichard et Halfin (1998),

L'entreprise demandeuse doit être ouverte aux facettes du PE. Les consultants chargés de suivre l'investissement durant la deuxième phase de celui-ci doivent avoir la possibilité de faire leur job.

Il est donc nécessaire lors de la prise de contact d'évaluer selon le type d'entreprise ou le management de celles-ci, celles qui correspondent le plus à l'offre du PE.

Les secteurs sont aussi sélectionnés suivant les fonds qui les obtiennent comme le décrivent Glanchat, Lorenzi, Trainar (2008) :

Un venture capitaliste finance des entreprises à fort potentiel de croissance. S'appuyant sur des compétences spécialisées, le venture capitaliste cible, non pas une idée ou un projet, mais un secteur d'activité. C'est ainsi que dans les années quatre-vingt, aux États-Unis, 20 % des investissements en capital-risque concernaient le secteur de l'énergie. Dans les années nonantes, ce sont les secteurs de l'informatique, du multimédia, de la génétique qui étaient visés. Ces secteurs d'activités doivent promettre une croissance de l'ordre de 15 % par an, et ce, pendant au moins cinq ans. Ceci n'est possible que durant une période d'innovation, puisque lorsqu'il devient mature, le secteur voit nécessairement sa marche ralentir.

---

<sup>3</sup> Crowdfunding : Le crowdfunding est un mode de financement participatif de projets de création d'entreprise reposant sur un système de collecte de dons ou de prêts. Définition droit finance.

## 1.6. Impact sur les sociétés ciblées

### 1.6.1. Sur quoi le Private Equity va-t-il agir ?

L'objectif principal du Private Equity est d'atteindre ses objectifs concernant son ROI<sup>4</sup>. Pour se ce faire, les fonds de PE vont intervenir à plusieurs niveaux.

Résumons les améliorations reprises de différentes sources pour en faire un résumé ci-dessous :

- **Niveau opérationnel** : Le management va avoir toute son importance ici et ses qualités vont avoir un impact non négligeable sur les performances des sociétés. Le PE va également agir sur la chaîne d'approvisionnement, la logistique, le système informatique
- **Stratégie de l'entreprise** : A la suite d'un investissement en PE, la stratégie sera revue dans le but d'améliorer la rentabilité de la société reprise. Certaines activités se verront octroyer du budget tandis que d'autres cesseront. La politique et les objectifs seront également redéfinis.
- **Gouvernance et lien entre Management/Private Equity** : Il faut que les objectifs soient en phase pour permettre de travailler d'une façon optimale. Le management sera totalement impliqué dans les objectifs mais sera également contrôlé et gouverné par les investisseurs.
- **Optimisation financière** : Optimisation fiscale grâce aux différentes structures et sociétés possédées, les finances de l'entreprise sont réduites fiscalement. Return on Investments, le but est de faire grimper la valeur de la société et diminuer la dette. Le PE possède toutes les armes lorsqu'il décide d'investir pour y arriver (c'est le principe même du PE).

---

<sup>4</sup> ROI=Return on Investment=retour sur investissement

### **1.6.2. Quelles sont les mesures principales ?**

Demaria C. (2012) nous indique que quatre mesures sont principalement utilisées pour mesurer la performance d'un fond de PE :

#### **1. Les multiples d'investissement ou MCI**

Il va représenter la performance totale du fond pendant toute son existence. En fin de compte, cette mesure va calculer combien d'euros ont été investis et combien ont été perçus pour donner suite à la vente.

Cette mesure contient néanmoins quelques défauts comme celui de n'être mesurable qu'à la fin de la vie du fonds d'investissement. Aucun calcul intermédiaire ne peut être précis grâce au MCI. Demaria (2012) nous dit d'ailleurs que lorsque cette mesure est utilisée, l'évaluation intermédiaire peut diverger selon les équipes.

#### **2. Le taux de rendement interne appelé aussi TRI**

Va permettre de prendre en compte l'impact du temps sur l'investissement et équivaut au taux d'intérêt permettant d'égaliser la valeur actuelle nette. Le schéma présenté par BSI economics (2017) ci-dessous nous montre l'impact du temps sur les rendements et la performance. Selon l'investissement et l'horizon, on représente le plus souvent le TRI des fonds de PE par une courbe en J qui dans ce cas voit sa performance globale revenir en positif après 5-6 ans pour les deux premiers scénarios.

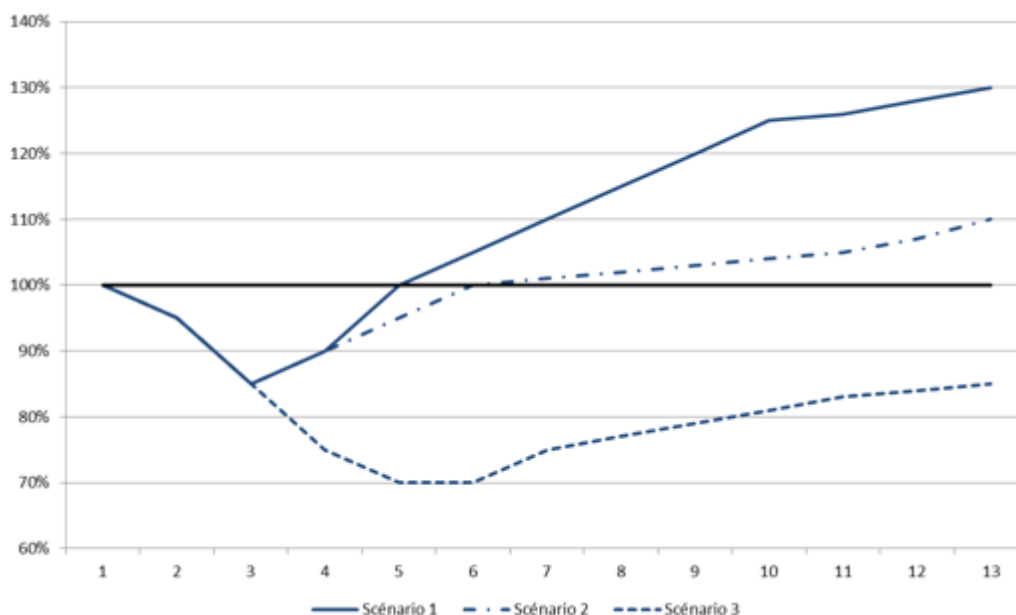


Figure 5 Source : BSI economics l'impact du temps sur les rendements et performances TRI

**Points positifs du TRI :** connaître la valeur intrinsèque de l'entreprise et les performances de l'équipe de gestion en place. C'est une mesure étudiée et pratiquée en finance qui a fait ses preuves.

**Points négatifs du TRI :** Un TRI élevé peut avoir d'autres origines comme un gros investissement de départ et donc fausser la valeur intrinsèque de l'entreprise et favoriser par la même occasion les sorties rapides des investisseurs vers la vente.

L'auteur fait également une remarque disant que seules les mesures nettes sont prises en compte. Pourquoi est-ce important ? Car en fonction de la taille du fonds, les frais fixes par exemple vont plus ou moins peser dans la balance et sur les performances nettes de l'entreprise.

Mais aucun critère unique d'évaluation n'est la référence. Tout va dépendre du secteur d'activité, du type de business, la maturité et des objectifs de départs en termes de ROI.

Ce qui nous est confirmé par Courtois, McPhee, et Rerolle (2016) dans une étude publiée par KPMG disant que ces seuls critères ne suffisent pas à déterminer les performances d'une société et décrivent deux autres méthodes pour y arriver ainsi qu'un petit descriptif.

### 3. Le « value bridge »

Le value bridge est la méthode la plus utilisée par l'industrie du PE pour mesurer la création de valeur et la performance réalisée. De plus, son utilisation est recommandée par « l'Institutional Limited Partners Association », qui vise à améliorer l'industrie du PE grâce à la mise en place de pratiques exemplaires dans l'industrie (ILPA, 2011).

#### Comment fonctionne-t-il ?

Voici comment fonctionne le « pont de valeur ». Imaginez qu'un gestionnaire de capital-investissement investisse un montant, A, en achetant une entreprise. Le gérant est propriétaire de l'entreprise depuis quatre ans, puis le vend à profit. Le Value Bridge divise le profit en trois parties. B est l'impact de toute augmentation de bénéfices, mesuré en bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (EBITDA) de ce que le gestionnaire de PE possédait. C reflète le changement de multiple de valorisation. D est le montant de la dette que l'entreprise a remboursé sur la durée de vie de quatre ans du rachat.  $A + [B + C + D]$  s'additionne et est le rendement brut que les investisseurs reçoivent de l'investissement original. C'est aussi simple et que ça.

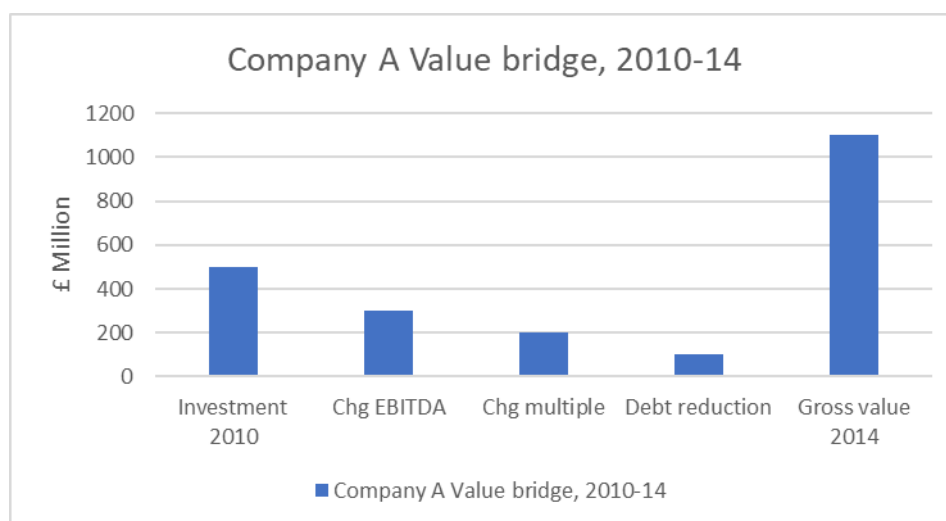


Figure 6 Source : Courtais et Al. 2016 *Visualisation d'un Value Bridge*

**Points positifs du value Bridge :** C'est une méthode très utilisée et qui a fait ses preuves. Elle peut être mise en place dans tous les cas de figure car c'est une analyse comptable de la performance d'une entreprise.

**Points négatifs du value Bridge :**

- Tout d'abord, la value Bridge mesure le changement brut de la valeur, et les attributs d'une entreprise gèrent le capital-investissement en ignorant ce qui se passe sur le marché autour d'eux. Ce qui signifie qu'on valorise la société sans la comparer à ses pairs... Seules les actions internes sont prises en compte et donc le marché fait grimper la valeur de la société (tenant compte de l'EBITDA), alors seules les actions des managers seront prises en compte pour cette augmentation.
- Le value bridge ne considère la dette que pendant la période où la société est toujours en possession. Selon cette approche, plus l'entreprise rembourse une quantité importante de dette, meilleur sera son rendement. Ce qui fausse la valeur.
- Au niveau des multiples, même constat que pour le point a) si les multiples augmentent, ils seront attribués uniquement aux actions des managers ou de la société de PE et non à une augmentation des multiples sur le marché ou dans le secteur.

#### **4. Market-based Value creation**

Il ne faut pas commencer par la comptabilité dans ce cas mais par une étude générale macro-économique pour permettre de comprendre le marché, sa valeur et son évolution. 3 critères sont pris en compte dans cette démarche par l'auteur :

- Le marché : Macro-économie, évolution, etc.
- Dette supplémentaire : On parle de l'effet de levier en tenant compte de celui-ci dans l'évaluation
- Reste : taux de change, meilleur management, etc.

Dans la pratique, un outil appelé « Public Market » équivalent permet de faire ce travail. Cette comparaison « Benchmark » est beaucoup plus détaillée et plus longue à interpréter car en effet, s'agissant ici de capitaux privés, les informations sont moins disponibles. Cependant, cette méthode reste plus précise.

## 1.7. Pour conclure ce chapitre

Le Private Equity fait partie des solutions pour les sociétés recherchant des capitaux privés.

Il est actif sur tous les secteurs d'activités et possède de nombreux avantages par rapport aux systèmes de recherche de capitaux. Les professionnels du PE ont une grande expérience et leur besoin de rendements les obligent à s'impliquer à 100% lors de prises de positions ou lors de nouveaux projets d'investissements.

Leur présence au sein de la société ciblée dépendra de la bonne gestion de celle-ci ainsi que des règles préétablies durant la première phase d'investissement. Ces règles seront plus ou moins définies par une ou l'autre partie selon la part d'actions possédée.

Grâce à son suivi et son système de gouvernance, le PE permet l'alignement des intérêts de toutes les parties prenantes avec les investisseurs en charge des dossiers. Son étude en profondeur réduit également les risques d'investissements dans des sociétés aux apparences trompeuses.

Au terme de son investissement, la société de PE aura, si les objectifs sont remplis, fait prendre de la valeur à la société en ayant fait partager leur grande expertise, leur réseau de professionnels du secteur et auront également permis de donner une autre direction stratégique à la société.

Les différentes parties prenantes auront beaucoup évolués et appris durant ces années et n'en sortiront que plus fortes en imaginant bien-sûr que tout se soit bien déroulé au cours de la détention des actions dans la société.

## 2. Rentabilité des managers

Le premier chapitre nous en apprend beaucoup plus sur le Private Equity du point de vue des investisseurs, son fonctionnement et ses objectifs.

Nous cherchons dans ce deuxième chapitre à en savoir plus sur le Management et son rôle dans une entreprise mais aussi les attentes de ses supérieurs dans le but d'arriver au chapitre 3 à comprendre le rôle des managers qui « subissent » un investissement en PE.

Ce chapitre ne parlera donc pas de Private Equity mais bien du rôle managérial dans son ensemble au sein d'une structure.

Nous savons qu'un employé doit être rentable pour une société mais qu'est-ce que ça implique ?

Un aspect important de la théorie basée sur les ressources concerne la gestion des entreprises afin de générer des rentes à partir des ressources et des capacités organisationnelles. Les ressources managériales, définies comme les compétences et les capacités des dirigeants, sont des contributeurs clés à l'ensemble des ressources de l'entreprise qui permettent à certaines entreprises de générer des rentes (Castanias & Helfat, 1991).

Andrews (1987), nous dit qu'il a été implicitement reconnu dans les concepts fondamentaux stratégiques que le lien entre les CEO et managers dans une société guide les forces et les faiblesses de celle-ci. L'équipe de management a un impact non négligeable sur les rentes d'une entreprise par sa façon de travailler, diriger mais également son comportement général (Castanias 2001).

Nous déduirons de ces deux définitions que les managers sont sélectionnés pour performer dans les actions qu'ils effectuent au sein de leurs sociétés. Ils vont prendre des décisions plus ou moins importantes dans le but de soulager le travail des CEO et servir de référence pour les personnes qu'ils supervisent hiérarchiquement.

## 2.1. Compétences requises

Beaucoup d'études sont développées sur les compétences recherchées pour un manager. Ces compétences sont mêmes classifiées, développées individuellement dans plusieurs études. On y retrouve le capital humain, les concepts techniques et théoriques et bien d'autres encore.

Les études dans le temps montrent également l'évolution des attentes envers les différents managers. Katz (1974) nous disait qu'en tant que TOP management, la maîtrise des concepts est la chose la plus importante tandis que le capital humain arrive en dernier. Ces concepts diffèrent et évoluent dans le temps. Effectivement, le capital humain prend de plus en plus de place et se retrouve aujourd'hui au centre des entreprises qui se modernisent ou des start-ups qui se développent.

Katz (1974) ne distingue également pas les compétences managériales requises par rapport aux organisations, environnements ou secteurs ce qui est contré par Gerstein & Reisman (1983) qui nous disent que chaque cas et chaque société est différente et que les compétences doivent varier selon les situations. Ils en profitent pour nous donner l'exemple d'une start-up qui nécessite un management plus axé sur la gestion par rapport à un Turnaround axé sur les chiffres et une démarche plus analytique en tout cas dans un premier temps. Ce que Katz veut nous dire, c'est qu'il ne doit pas tout savoir précisément mais avoir l'expérience nécessaire pour aller chercher l'information ou la stratégie adéquate voilà la qualité d'un manager.

La théorie de Katz est confirmée par Bailey et Helfat (2001) dans une de leurs études comparant des managers ayant des compétences managériales mais en plus, des compétences spécifiques liées au secteur dans lequel ils travaillaient par rapport à des managers ayant une grande expérience managériale mais pas nécessairement dans les secteurs dans lesquels ils travaillent.

Cette étude a démontré après avoir analysé plusieurs facteurs qu'il n'y avait pas de grandes différences de rendement et que donc uniquement les compétences managériales avaient du poids dans les forces du manager en place.

Hampton (1987) quant à lui identifie et décrit les compétences les plus importantes pour les managers selon le grade de celui-ci. Selon lui, certaines compétences ne sont pas nécessaires à un top Manager comparées à celles d'un Manager en dessous de lui au niveau hiérarchique. Le reste

est comblé par l'expérience ou les compétences propres à chacun de pouvoir atteindre les plus hauts gradés.

Nous en déduisons à ce stade qu'il n'y a pas de compétences spécifiques à un manager, l'expérience se gagne au fil des années et les compétences liées à un secteur spécifique aussi. Certains sont bien-sûr plus enclins à devenir de bons managers mais nous supposons ici que s'ils sont arrivés à ce poste, c'est qu'ils ont les compétences pour y rester.

Certains managers passant toute leur carrière et avec beaucoup de succès dans un même secteur restent tout de même des références.

Les formations tout au long de leur carrière et les différentes orientations stratégiques et revirements de situations montreront tout au long de la carrière des managers ses capacités à gérer celle-ci.

Nous reprendrons donc la définition de Castanias & Helfat (1991) disant que les ressources managériales sont définies comme les compétences et les capacités des managers qui permettent aux entreprises de générer des rentes.

## **2.2. Formation et développement**

Le modèle de la rente managériale développé par Bailey & Helfat (2001) suggère l'importance de la formation et du développement de l'organisation, afin de maximiser le potentiel de gestion à tous les niveaux de l'organisation. Ce développement managérial présente l'avantage supplémentaire d'élargir le vivier de candidats pour les postes de niveau supérieur qui demandent un éventail aussi complet que possible de compétences en matière de gestion.

Ce modèle tente de définir les ressources et compétences propres aux managers et le caractère indispensable de celles-ci pour subvenir aux besoins de l'entreprise dans laquelle ils travaillent.

Ces compétences partent comme cité plus haut soit de compétences innées, soit de capacités d'apprentissage pour les managers mais restent indispensables pour de bonnes prises de décisions et une bonne compréhension des attentes de la société.

L'importance de l'apprentissage n'est plus à développer, il est indispensable de se former et d'évoluer aussi vite que le monde dans lequel nous vivons pour continuer à performer dans son secteur ou à son poste.

## **2.3. La théorie d'agence**

D'autres outils ou théories sont développées et étudiées pour montrer leurs points positifs et négatifs sur les rendements finaux des managers et CEO.

Prenons pour support la théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling en 1976 qui tentent par leur approche de relier les intérêts des actionnaires et des managers. Chaque individu maximise son utilité. Sous forme de contrats qui lient toutes les parties prenantes ensemble, l'actionnaire signe pour déléguer certaines tâches mais recherche un certain retour en matière de performance et de gestion de ses actifs.

La théorie de l'agence est une expression applicable au secteur économique désignant une méthode d'analyse des liens entre les différents acteurs d'une entreprise. La théorie de l'agence trouve son origine dans le fait que l'entreprise n'est pas un acteur unique (notamment du point de vue décisionnel). Elle permet donc de mettre en lumière les différents liens relationnels existant

entre les acteurs clés de l'entreprise, notamment entre les décideurs et ceux à qui ils ont accordé un contrat.

### **Que tente de résoudre la théorie d'agence ?**

- Les conflits d'intérêts qui surviennent entre le mandant et le mandataire
- L'agent qui prend des décisions au nom du mandant qui ne sont pas dans le meilleur intérêt de chaque partie associée
- L'agent qui peut agir indépendamment du mandant afin d'obtenir une sorte d'incitation ou de bonus préalablement convenue
- La violation de confidentialité concernant les informations personnelles et financières du mandant
- Les délits d'initiés avec les informations fournies par le mandant
- Le mandant agissant contre les recommandations fournies par l'agent

### **Comment ?**

1. Par transparence : dans les échanges, dans les décisions et dans les objectifs. Cette transparence permet la confiance et un regard dans la même direction
2. Par restrictions : soit en imposant des restrictions soit en enlevant des restrictions négatives ce qui permet de montrer toute la confiance envers les managers. Ces restrictions montrent aussi l'intérêt des actionnaires envers le bon fonctionnement de la société.
3. Par bonus : donne une relation saine entre les parties mais donne également de la motivation. Sans bonus, les managers ne sont pas motivés et sans motivation, les actionnaires n'ont pas de bons résultats, tout le monde est gagnant.

Une bonne façon de comprendre le fonctionnement de cette théorie est de la comparer à un entrepreneur prenant des décisions dans son seul et unique intérêt (ne parlons pas des employés ici).

| Caractéristiques          | Connaissances managériales                                                                                     | Théorie d'agence                                                                                            |
|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Comportements individuels | Basé sur l'heuristique                                                                                         | Les managers ne répondent qu'aux motivations financières                                                    |
| Rôle de l'entrepreneur    | Les sociétés se gèrent grâce aux compétences des entrepreneurs                                                 | Les motivations des managers et entrepreneur sont alignées                                                  |
| Décisions managériales    | La partie heuristique est utilisée pour comprendre les changements de tendances et changements d'environnement | Décisions professionnelles et basées sur l'efficacité des décisions                                         |
| Risques                   | Le risque est masqué par l'opportunité                                                                         | Averse au risque                                                                                            |
| Informations              | Pas d'information stratégique disponible sur le marché. On se fie uniquement à l'expérience                    | L'information peut être achetée                                                                             |
| Innovation                | Basé sur des données heuristiques, avec un complément d'apprentissage entrepreneurial qui mène à l'évolution   | Avec des motivations sur le long terme, la mise en place des innovations seront copiées par les concurrents |

Figure 7 Source : Eisenhardt 1989 *Entrepreneurial décisions stratégiques entrepreneurs au quotidien*

Le tableau ci-dessus adapté de Eisenhardt (1989) nous montre la différence entre les connaissances entrepreneuriales et la théorie d'agence.

On voit très clairement des différences entre les deux points de vue qui montrent d'une part l'entrepreneur prêt à prendre des risques, laisser parler ses émotions lors de la prise de décision et suivre ses propres ressentis et expériences par rapport aux managers travaillant pour la performance et la reconnaissance des actionnaires. Le deuxième point de vue est celui qui correspond le plus à notre recherche et nous fait entrer dans une comparaison intéressante montrant l'impact d'un objectif commun actionnaire-managers sur les prises de décisions et actions stratégiques.

Nous avons donc deux types de décisionnaires ayant tous deux des objectifs communs et différents. L'un est indépendant, l'autre doit passer par une décision plus collective.

Malgré la liberté stratégique des managers à certains niveaux, lorsque le manager doit remplir des objectifs et rendre des comptes aux actionnaires, il doit suivre un certain cadre et appliquer certaines règles.

Tout d'abord, rappelons le principe suivant lequel l'objectif est la rentabilité ou le ROI. Le contrôle à un coût et ce coût fait baisser ce ROI. Nous pouvons donc déduire dans un premier temps qu'un contrôle trop soutenu pendant une longue durée n'est pas l'objectif d'un investisseur.

Dans un deuxième temps, si cet investisseur choisit de garder ou de changer le Management en place, c'est qu'il lui donne confiance et n'a pas besoin de le suivre dans le moindre de ses pas ce qui nous est confirmé par Donaldson (1990) qui nous dit que la « théorie d'agence » critique très souvent la structure ou les manager reçoivent un contrôle trop grand de son supérieur qui joue sur tous les fronts et veut tout contrôler. Le même auteur nous rappelle que le conseil d'administration est destiné à prendre les décisions stratégiques de la société dans son ensemble, et de prendre part aux grandes décisions, non pas de s'impliquer dans chacune des positions journalières.

Les partisans de la théorie de l'agence soutiennent que la performance et les améliorations observées à la suite d'un rachat sont le résultat de la participation accrue de la direction dans l'entreprise (Jensen, 1989). L'augmentation de la propriété des gestionnaires signifie que les intérêts des propriétaires et des gestionnaires sont plus susceptibles de coïncider. Donc, il s'ensuit alors que des objectifs et des intérêts plus congruents conduisent à un meilleur contrôle à long terme des coûts de l'entreprise car le comportement des dirigeants sera plus favorable aux intérêts des propriétaires (Jensen et Meckling, 1976).

## **2.4. Alignement stratégique**

Toute cette théorie est basée sur l'alignement stratégique des actionnaires et managers. C'est le point de départ de tout investissement car sans cet alignement stratégique, la tâche s'avèrera beaucoup plus difficile en ce qui concerne l'atteinte des objectifs.

Néanmoins, Cuny et Talmor (2007) rappellent que le succès ne dépend pas seulement de l'alignement stratégique des managers avec la société mais du réel engagement de décisionnaires. Le succès ne peut, par exemple, pas être assuré si le conseil d'administration ne peut pas non plus ou ne fera pas les changements nécessaires pour motiver le gestionnaire.

Selon Jensen et Meckling (1976), les conflits entre actionnaires et managers se produisent lorsque ces derniers possèdent moins de 100 % des droits résiduels sur l'entreprise et ne récoltent donc pas la totalité des fruits des efforts engagés pour faire prospérer les projets de l'entreprise. Les managers s'emploient alors à effectuer un transfert des ressources de l'entreprise en faveur de leur intérêt personnel aux dépens de l'intérêt des actionnaires

## **2.5. Motivations des managers**

Castanias (2001) nous dit que lorsqu'un manager a les compétences nécessaires pour générer des rentes, celui-ci fera tout pour arriver à ses objectifs si sa direction lui donne les arguments nécessaires pour le motiver celui-ci. Mais Catanias (2001) nous dit également que plus un manager possède les compétences et la capacité pour atteindre des objectifs élevés, plus il aura besoin de motivation et de plus en plus d'arguments pour y arriver.

Plusieurs arguments sont mis en avant pour motiver les différents managers. Dans ceux-ci, on retrouve : Salaire, Bonus, Actions de l'entreprise, Ou un mix de ces différents outils. Lorsque tous les arguments sont placés sur la table, c'est alors au manager d'aller atteindre les objectifs et de les dépasser ou pas si possible.

En résumé, la rémunération des managers est devenue un sujet de négociation très important aujourd'hui. Cette tendance est d'autant plus forte que des banques, des cabinets d'avocats, d'audit, ou des sociétés indépendantes se sont spécialisées dans le conseil en rémunération pour les dirigeants (Glanchat, Lorenzi, Trainar 2008)

Le tableau tiré de Wright (2000) ci-dessous nous montre certaines de ces récompenses / motivations :

| <p style="text-align: center;"><b>TABLE 1</b><br/><b>Incentives and Cognition in Buyouts</b></p> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Managerial Incentives</b>                                                                     | <b>Individual Cognition</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                                                                                                  | <b>Managerial Cognition</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | <b>Entrepreneurial Cognition</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Managerial incentives directed toward efficiency gains                                           | <b>Quadrant 1: Efficiency-oriented buyout</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <b>Quadrant 4: Buyout failure</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                                                                                                  | Buyout attributes: Combine ownership and management to align incentives with productiveness gains in buyouts in need of efficiency gains.<br>Decision mode: Limit managerial discretion. Monetary incentives.                                                                                                                                 | Buyout attributes: Financial incentives reward efficiency gains, but managers with entrepreneurial cognition have innovative skills. Buyout failure is the likely result.<br>Decision mode: Expand managerial discretion. Heuristic-based decisions—representativeness.                                                           |
| Managerial incentives to foster strategic innovation                                             | <b>Quadrant 2: Revitalization buyout</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | <b>Quadrant 3: Entrepreneurial buyout</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|                                                                                                  | Buyout attributes: Process and imitation innovations complement an efficiency focus. After a season of neglect, newly privatized firms adapt various incremental innovations in pursuit of revitalization.<br>Decision mode: With management and ownership aligned, long-term incentives encourage innovation and some managerial discretion. | Buyout attributes: Strategic innovation emerges because high-powered incentives and discretion are given to owner/managers. Managers with heuristic-based logic pursue radical strategic innovation.<br>Decision mode: Expand managerial discretion. Heuristic-based decisions—representativeness. Long-term monetary incentives. |

Figure 8 Source :Wright 2000 Incentives and cognition in Buyouts

Chaque facette de la personnalité d'un entrepreneur a ses besoins, le besoin de reconnaissance, d'évolution et productivité en font partie. D'un autre côté, la motivation salariale ou au niveau des avantages n'est pas négligeable. Les managers pour exister ont besoin des différentes facettes. Sans celles-ci, ils ne procureront pas le travail nécessaire pour accomplir les objectifs de départ fixés et s'ils le font, ça ne sera pas sur le long terme.

La théorie nous parle de l'importance de la motivation des managers et beaucoup de littérature et d'études montrent l'importance de ces motivations. Nous voyons ici que sans motivation et objectifs clairs, il est très difficile de mettre en place une équipe managériale fiable et fidèle ce qui est confirmé par la théorie disant que lorsque la structure de gouvernance ou de rémunération de la société diversifiée opte pour des incitations et des récompenses pour les cadres divisionnaires, alors l'opportunité d'un rachat peut exister (Wright, Thompson, Chiplin, & Robbie, 1991).

## 2.6. Pour conclure ce chapitre

Le manager idéal possède des compétences innées mais ce n'est pas le but premier. Le monde du travail et le marché évoluent tellement vite qu'un bon manager est un manager qui se remet en question. La lecture montre que la faculté des managers à comprendre le marché dans lequel ils se trouvent ou à s'adapter dans les nouveaux marchés qui lui sont proposés est la chose la plus importante. On remarque également que les lectures et études évoluent au fur et à mesure de leurs dates de parution partant de management purement quantitatif au management humain d'aujourd'hui.

La seconde mise en lumière a été l'alignement stratégique des managers et actionnaires. Il est le point de départ de toute bonne relation. Sans celui-ci, il est impossible d'avoir des résultats sur le long terme. L'alignement stratégique permet d'une part d'être clairs et précis par rapport aux objectifs et de ne pas subir un contrôle trop fort pour le manager qui ne pourrait pas exercer correctement son travail.

Concernant le contrôle, la lecture et la théorie d'agence nous confirment que la base de la relation entre manager et actionnaire doit être bonne. Néanmoins, la théorie possède ses critiques et montre qu'une trop grande emprise sur les managers est néfaste pour ses performances.

La troisième observation majeure montre l'impact de la motivation sur les performances des managers et donc de la société gérée. C'est la raison pour laquelle nous observons motivation et rentabilité des managers ensemble car l'un ne va pas sans l'autre. Un manager a besoin de plusieurs motivations et seules les motivations financières ne suffisent plus. Il ressort également que plus le manager est expérimenté et plus il a besoin d'être récompensé pour son bon travail.

## 3. Management et Private Equity

Les deux premiers chapitres nous permettent de faire un tour général de la théorie sur le Private Equity et en savoir plus sur la relation managers – actionnaires. Le but de ces deux premiers chapitres était de nous amener à ce troisième qui les lie entre eux.

La théorie assimilée jusqu'ici était indispensable à la bonne compréhension de la question de recherche de départ et à ce lien unissant les deux sujets.

Tentons maintenant de comprendre la place du management dans le secteur du Private Equity et l'impact de ces investisseurs sur le travail des managers en entreprise. Et faisons le lien avec ce que nous avons vu jusqu'ici.

### 3.1. Place du management dans le Private Equity

Les fonds de capital-investissement participent activement dans la supervision et la " gestion des Managers " des sociétés de leur portefeuille, ce qui les distingue des autres investisseurs institutionnels tels que les gestionnaires de fonds et les fonds spéculatifs (Cuny et Talmor 2007). Le PE a cette particularité de suivre de très près la gestion de ses actifs, c'est la raison pour laquelle ils prennent des parts importantes dans les sociétés dans lesquelles ils investissent et gardent ces parts pendant plusieurs années dans le but d'avoir le temps d'augmenter la valeur de celles-ci grâce à leur expérience et savoir-faire.

Le management occupe une place très importante au sein des sociétés en PE. Il est indispensable d'avoir des managers en place qui comprennent et travaillent pour les objectifs.

Depuis toujours, les fonds de PE sont connus pour leurs monitoring<sup>5</sup> et pour leurs outils permettant d'effectuer celui-ci. Il va permettre également aux sociétés de PE de contrôler si les managers restent concentrés sur leurs objectifs et ne se dispersent pas.

---

<sup>5</sup> Monitoring=système de surveillance et de guidage en société

## **3.2. Que pense-t-on du management et comment agissent-ils dessus ?**

Bloom N (2015) nous parle de plusieurs études montrant à quels niveaux le PE agit pour améliorer la productivité et le rendement des sociétés dans lesquelles ils investissent.

Ils augmentent la production au niveau de l'entreprise par l'expansion des usines de production rentables et fermeture ou diminution des usines improductives. Ceci, en suggérant une compétence managériale autour de leur investissement (connaissances du marché) et de l'usine sélectionnée ce que nous avons déjà détaillé plus haut.

Cependant, Smith (2014) met sur la table une étude montrant que dans la plupart des cas, les investisseurs en PE investissent dans des entreprises déjà productives et apportent simplement une expérience supplémentaire pour améliorer certains points sans pour autant changer le management ou avoir un grand impact sur ses performances. Les sociétés de capital-investissement peuvent fournir ressources et capacités complémentaires qui peuvent manquer à l'équipe de direction (Zahra & Filatotchev, 2004).

La gestion des managers dépendra du type de structure et des actions du PE mais surtout des managers eux-mêmes. Comme cité dans le point 3.1, les sociétés de PE effectuent un monitoring plus ou moins strict selon la nécessité.

Lorsque le management en place ne nécessite pas de proximité et d'échanges trop réguliers pour atteindre ses objectifs et comprendre la stratégie, la société de PE ne dépensera pas de temps et d'argent dans ces monitorings. Par contre, dans d'autres cas, il est nécessaire de suivre car les demandes sont plus spécifiques ou les managers ont besoin d'être formés ou habitués au nouveau système de gouvernance.

## **Quel est l'impact du management et comment est-il géré dans ce secteur ?**

En résumé, on constate que les entreprises détenues sont généralement bien gérées. Ils ont des pratiques de gestion nettement meilleures que presque tous les autres groupes de propriété en tant que sociétés familiales, propriétés détenues par leur fondateur ou appartenant au gouvernement. Les seules exceptions sont celles des entreprises cotées en bourse et les entreprises familiales dirigées par des entreprises externes (non familiales), qui ont des niveaux similaires en termes de gestion que les sociétés de PE. Cette vision va tout de même varier selon le type, le secteur et la taille des sociétés observées et également valable à la fois dans les pays développés et moins développés.

Bloom N (2015) nous explique qu'il est très difficile d'affirmer que les sociétés en PE n'investissent que dans des sociétés bien gérées surtout aux Etats-Unis et en Angleterre car la perception globale est que le PE investit dans des structures mal gérées mais avec beaucoup de potentiel et un marché porteur dans le but d'effectuer un Turnaround et d'engranger des bénéfices et une forte plus-value. Les informations étant différentes selon les pays, nous ne pouvons-nous arrêter à une seule étude.

Ajoutons tout de même que même si les investisseurs en PE prennent un certain contrôle, les décisions telles que décisions commerciales ou Marketing reviennent dans la plupart des cas exclusivement aux managers en place. Une étude développée par Bloom et Al. (2014) propose un système d'évaluation de managers et nous dit qu'une augmentation d'une unité de notre score de pratique de gestion est associée à une augmentation de 15% de la productivité, une augmentation de 34% de la taille de l'entreprise et une augmentation de 4% de la croissance de l'emploi ce qui confirme à nouveau l'importance d'un management au sein des sociétés.

Les sociétés de PE estiment avoir la capacité et l'expertise nécessaires pour rendre des entreprises matures leaders dans leur marché en améliorant leur efficacité opérationnelle.

Lorsque le PE rend une entreprise cotée à la base en société privée, elle réduit les fortes pressions de divulgation des comptes et de totale transparence opérationnelle.

Ceci permet ensuite à la société de PE et à la direction de l'entreprise rachetée d'adopter une approche à long terme pour améliorer sa situation comme expliqué plus haut. Pour les managers,

ils se voient proposer une rémunération en fonction des performances de l'entreprise qu'ils gèrent. Ça permet aux actionnaires du PE d'avoir 100% confiance en son management et au management de sentir l'impact de son travail sur la bonne santé de l'entreprise.

Le but restant bien sûr de sortir après quelques années en effectuant une belle plus-value.

D'après la figure ci-dessous sur la distribution des scores de gestion à travers les types de propriétaire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, trois résultats en ressortent. Regardons comment Bloom et Reenen (2007) démontrent les bonnes pratiques managériales :

« Pour mesurer la gestion, il faut codifier le concept de " bonne " et de " mauvaise " gestion dans une mesure applicable à différentes entreprises du secteur manufacturier. Il s'agit d'une tâche difficile car la bonne gestion est difficile à définir et dépend souvent de l'environnement de l'entreprise. Notre hypothèse initiale était que si certaines pratiques de gestion sont trop contingentes pour être évaluées comme "bonnes" ou "mauvaises", d'autres peuvent potentiellement être définies en ces termes, et c'est sur ces pratiques que nous avons essayé de nous concentrer dans l'enquête. »

Les managers sont notés de 1 à 5 (1 étant la note la plus basse et 5 la plus haute) ces notes sont basées sur 18 pratiques managériales récurrentes sous 3 groupes : monitoring performance, objectifs et incentives. Le but est de connaître leurs pratiques et savoir combien d'entre-elles ils en utilisent.

Sur l'axe vertical, il s'agit indicateurs de performances d'entreprises provenant de données collectées de manière indépendantes comme la productivité, la rentabilité, la croissance des ventes. Attention, ces scores sont en dixièmes avec une cote maximale de 1.



Figure 9 Source : Bloom N (2015) Comparaison des management scores

- Les entreprises de PE ont généralement une meilleure répartition de la gestion pratique par rapport à d'autres entreprises
- Les entreprises de PE les entreprises ont un avantage particulièrement important sur entreprises familiales, qui est un groupe important car il représente le groupe cible le plus courant pour les entreprises de pays en développement
- Les entreprises de PE ont des pratiques de gestion similaires aux entreprises cotées en bourse

La figure suivante, nous montres le classement des entreprises de PE par rapport au même outil d'évaluation développé plus haut :

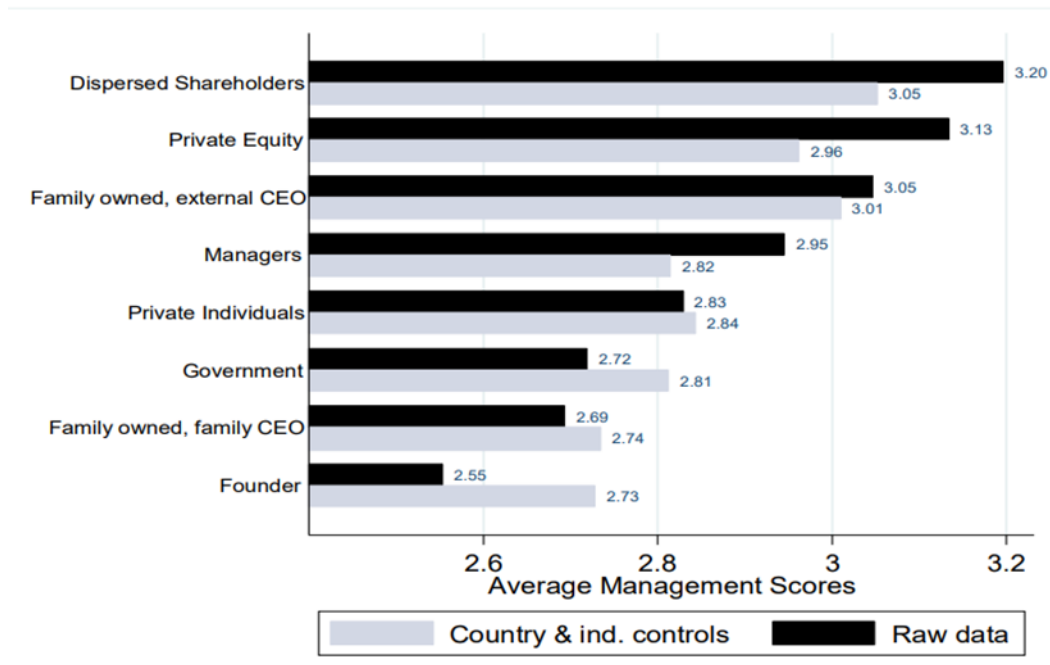


Figure 10 Source : Bloom (2015) Classement des entreprises PE vs reste

Dans les données brutes, en dehors des actionnaires dispersés (entreprises cotées en bourse), la propriété de PE est en tête du classement. Les barres grises juste en dessous tracent des données après contrôle pour le pays et l'industrie nuls. Un classement similaire persiste même au sein du même pays et du même secteur, bien que les entreprises de PE détenues semblent maintenant être légèrement en dessous des entreprises familiales gérées par des entreprises externes ou un management externe.

Les études développées par Bloom donnent la preuve que les entreprises gérées par un fond de Private Equity montrent clairement grâce à cet outil que les performances de leur management sont nettement supérieures aux autres (on ne tient pas compte des entreprises cotées).

### 3.3. Caractéristiques des managers en place

Lorsque les actionnaires du PE investissent dans une société, ils ne prennent pas seulement les parts de celles-ci mais également tout ce qui s'y trouve : actifs, employés et Managers.

Certaines structures sont ce qu'elles sont car elles sont bien gérées et ce sont ces compétences qui attirent les investisseurs qui alors n'ont plus qu'à faire quelques réglages pour arriver à ce qu'ils veulent avec le management en place.

Les recherches sont toujours les mêmes, avec un marché porteur, du cash-flow, et du potentiel par rapport à la concurrence sans oublier une bonne gestion même si celle-ci peut être améliorée.

Il est beaucoup plus simple de garder le management en place car celui-ci connaît le secteur, l'entreprise et le fonctionnement. Le vrai défi sera que le management en place s'aligne avec la nouvelle stratégie des actionnaires si celle-ci devait changer. Dans certains cas, une opération de MBI est envisagée, celle-ci correspond à un remplacement du management en place par un management extérieur et dans d'autres cas, les sociétés de PE arrivent directement avec les managers adaptés à leurs objectifs dans les sociétés qu'ils achètent.

Le tableau ci-dessous tiré de Bloom (2015) nous montre dans quelle mesure, les managers prennent des décisions lorsque la société est propriété d'actionnaires externes en PE :

**TABLE 3—PE MANAGEMENT PRACTICE GAP BY TYPE OF PRACTICE AND DECENTRALIZATION**

| Dependent variable       | Operations<br>(1)   | Targets<br>(2)     | Incentives<br>(3) | Decentralization:<br>hiring and investment<br>(4) | Decentralization: sales,<br>marketing, and new products<br>(5) |
|--------------------------|---------------------|--------------------|-------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| Private equity ownership | 0.147***<br>(0.037) | 0.090**<br>(0.037) | 0.027<br>(0.043)  | −0.020<br>(0.037)                                 | 0.114**<br>(0.058)                                             |

*Notes:* All columns include country, industry, firm, and noise controls. Standard errors clustered by firm. Columns 1 to 3 are based on 15,038 observations. Columns 4 and 5 are based on 11,598 observations.

\*\*\*Significant at the 1 percent level.  
 \*\*Significant at the 5 percent level.  
 \*Significant at the 10 percent level.

*Figure 11 Source : Bloom 2015 Management practice gap by type of PAD Private Equity*

Il en ressort que les entreprises de PE sont également relativement fortes pour fixer des objectifs efficaces, ce qui implique de fixer des objectifs larges mais réalistes dans l'ensemble de l'entreprise, ces objectifs sont à court et à long terme.

Enfin, tandis qu'inconditionnellement, les entreprises de PE ont une meilleure façon de gérer le lien entre la rémunération, la promotion et emploi à l'effort et à la capacité, lorsque nous incluons un ensemble de pays, d'entreprises, d'industries et contrôles du bruit, la différence avec les autres propriétaires devient insignifiante.

Dans les deux dernières colonnes du tableau 3, nous voyons cet index de décentralisation qui enregistre la mesure dans laquelle le management peut prendre des décisions autonomes en

matière d'embauche, d'investissement, ventes et marketing... Nous constatons que les entreprises de PE semblent être plus décentralisées par rapport aux autres types de propriété en termes de décisions liées aux ventes / marketing et à l'introduction de produits alors que la différence est insignifiante en ce qui concerne l'embauche et les décisions de capital.

Ce qui signifie que la prise de décision va dépendre du type mais également de l'importance de celle-ci. Quoi qu'il arrive, les actionnaires devront toujours donner leur accord ou leur avis dans les décisions importantes selon ce qui a été décidé au début de la prise de position.

### **3.4. Management et taille des sociétés**

Le Management va en effet varier selon la taille des structures car la gestion d'une petite entreprise est différente des très grandes sociétés. La taille des sociétés va également varier selon les secteurs d'activités.

La littérature nous montre également que le système de gouvernance est nettement différent selon la taille. Les sociétés et les managers sont plus ou moins contrôlés et suivis selon la taille de la société qu'ils gèrent ce qui nous semble tout à fait cohérent. La participation et le type d'investissement fait varier le temps passé par les fonds de PE dans les entreprises ciblées ainsi que les actions effectuées.

Le management sera alors choisi en fonction également de la taille des structures.

La part de participation joue un rôle majeur dans le système de gouvernance et les prises de décisions concernant le management. Lorsque la participation est grande, le système de gouvernance sera très fort et le management évalué pour connaître sa performance.

Dans des structures plus petites ou en venture capital, les managers restent ceux qui ont développé la startup dans la plupart des cas tandis que dans les opérations de turnaround, peu importe la taille de la société, certains managers seront plus facilement remplacés pour permettre le redressement de la boîte.

### **3.5. Quand change-t-on alors le management en Private Equity ?**

Les problèmes de gouvernance concernent la création de motivations et des dispositifs de contrôle pour garantir que les dirigeants utilisent les ressources des entreprises dans l'intérêt de leurs propriétaires et poursuivre la maximisation de la valeur. La structure de propriété diffuse de la société publique, tout en permettant une répartition efficace des risques, n'est pas propice au suivi efficace des managers, car le free-riding peut se produire (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama et Jensen, 1983 ; Hart 1995 ; Thompson et Wright, 1995).

La restructuration de la propriété et la privatisation ont été proposées comme un remède efficace à de nombreux problèmes cités ci-dessus. En particulier, les rachats d'entreprises en (MBO) et intermédiaires financiers concentrés et actifs ont été identifiés comme les principaux mécanismes permettant d'exploiter ce que l'on pourrait appeler "l'arbitrage de gouvernance". Thompson et Wright (1995) examinent en détail la manière dont les restructurations d'entreprises remédient aux diverses défaillances de gouvernance dues à la dispersion de la propriété et du contrôle.

En effet, Il existe de nombreuses preuves empiriques de l'efficacité des MBO :

Lichtenberg et Siegel (1990) examinent les changements de productivité dans les rachats d'entreprises avec changement de managers et constatent que la productivité s'améliore de manière significative pendant au moins trois ans après le rachat.

Ils rapportent également que les usines rachetées étaient déjà plus efficaces que celles qui n'avaient pas été rachetées, ce qui indique que ces rachats d'entreprises s'attaquent à des problèmes de déséquilibres opérationnels.

Pour le long terme, Wright et al. (1996) fournissent des preuves d'une performance supérieure au cours des dix années suivant un MBO, avec un nouveau marché pour les entreprises avec une rentabilité qui suit bien évidemment. Les niveaux d'endettement augmentent normalement après le rachat, entraînant une réduction des coûts d'agence et une augmentation de la valeur de l'entreprise grâce à une efficacité opérationnelle améliorée. Jensen (1986, 1989) prédit des effets positifs sur la performance des entreprises à partir de niveaux d'endettement plus élevés après le MBO, car les dirigeants en place prennent de meilleures décisions qu'auparavant.

Une propriété concentrée et une participation active de l'investisseur Private Equity au conseil d'administration, combinées à un réalignement des motivations, permettent un suivi étroit de l'activité et le contrôle de la stratégie, avec par conséquent une performance améliorée (Hite et Vetsuypens 1989).

(Zahra, 1995) Par conséquent, nous proposons que de significantes innovations stratégiques émergent souvent de rachats avec un changement d'état d'esprit managérial. Ce qui appuie le fait que le management et la société de PE doivent aller dans la même direction.

Lorsqu'une entreprise est sous-performante, à moins qu'il y ait un problème structurel avec elle (conduisant à une stagnation), une détérioration des performances peut survenir soit en raison d'un manque de récompense pour la direction compétente, auquel cas un MBO pourrait résulter, ou garder une direction incompétente, auquel cas une prise de contrôle du PE impliquerait licenciement de la direction dans le cadre du redressement (MBI). Sans connaissance ex ante sur la nature du problème opérationnel, il peut être impossible de juger à l'avance si un changement de gestion est nécessaire, car le problème peut être structurel.

Dans le cadre des Turnaround capital par exemple, Cuny et Talmor (2007) nous parlent de plusieurs stratégies ou théories à prendre pour redresser le management :

- La direction peut embaucher un spécialiste du redressement
- Le conseil peut embaucher un spécialiste du redressement avec un mandat plus large de plans de rétablissement, y compris le changement de gestion, ou la société pourrait être vendue

Quelle que soit la raison principale, il peut être supposé que les gestionnaires qui risquent une telle restructuration (rachats, par exemple) pensent qu'ils peuvent affecter les performances en les améliorant (Bowman et al., 1999).

D'un côté, les managers possédant des connaissances tacites ou des compétences idiosyncrasiques dans leur domaine particulier peuvent reconnaître de nouvelles opportunités de croissance, mais peuvent être empêchés par une structure de contrôle bureaucratique de l'entreprise de mettre en œuvre les opportunités de croissance entrepreneuriale qu'ils identifient (Busenitz & Barney, 1997 ; Green, 1992).

Il peut être difficile de convaincre la direction de l'entreprise et de soutenir leurs idées. De plus, la gouvernance et les systèmes de rémunération peuvent ne pas encourager de manière adéquate les performances des managers des divisions individuelles (Makadok, 2003).

Dans les situations où une innovation importante est nécessaire, il peut être nécessaire de faire appel à des gestionnaires externes qui possèdent ces compétences, comme dans le cas d'un rachat par la direction ou par des investisseurs (Wright et al., 2001a). Dans ces cas-là, les sociétés de

capital-investissement jouent un rôle important dans l'évaluation des compétences des compétences des dirigeants en place et de leurs remplaçants potentiels.

D'autre part, Manigart et al. (2002) montrent que les sociétés de capital-investissement dont la surveillance est plus intense cherchent à obtenir des rendements plus élevés pour cet effort coûteux.

Tout ceci nous amène à l'analyse fondamentale avant la prise de position dans la société ciblée et le choix du Management ensuite : La Due Diligence.

### **3.5.1. Due Diligence**

La première stratégie consiste pour le gestionnaire à embaucher un consultant qui rend directement des comptes sur le potentiel d'un redressement (en la maintenant dans sa position actuelle). Le gestionnaire filtre l'information (et donc la prise de décision), c'est ce qu'on désigne dans le processus de gestion.

La deuxième stratégie consiste à embaucher un consultant pour faire rapport directement au conseil d'administration sur tout redressement, soit garder ou remplacer le gestionnaire, comme le consultant le juge approprié. Comme le conseil est l'objectif, cela est indiqué dans le processus du conseil d'administration.

La troisième stratégie ouvre l'entreprise à la possibilité d'un rachat d'actions en entamant des négociations avec un investisseur externe de capital-investissement.

D'un point de vue académique, un changement de propriétaire avant un redressement semble aller à l'encontre de la séparation de la propriété et du contrôle. Cela est d'autant plus curieux que la plupart des fonds de capital-investissement ne prétendent pas posséder des compétences spécifiques à un secteur d'activité. Au contraire, les redressements impliquent souvent une évaluation par des consultants professionnels possédant de telles compétences. La disponibilité d'experts du secteur connue de tous, certainement au sein du secteur lui-même, et leurs compétences peuvent également être utilisées par d'autres, y compris les propriétaires actuels. (Cuny et Talmor 2007).

Les mêmes auteurs nous indiquent que premièrement, le PE permet d'étudier toutes les possibilités de redressement, dont celle de remplacer la direction actuelle, tout en évitant une confrontation directe entre le conseil d'administration et la direction.

Deuxièmement, le PE peut inciter davantage la direction actuelle à donner son avis sur les possibilités de redressement ce qui conduit à des plans de redressement plus efficaces sans avoir besoin de changer le Management car celui-ci indique qu'il cherche à s'impliquer pleinement dans le processus de redressement.

### **3.5.2. En pratique**

Les gérants en place, désireux de restructurer une entreprise peu performante, sont susceptibles de conduire son rachat en utilisant une combinaison de capitaux propres et de dette. Le financement est généralement réalisé en utilisant la cible et les actifs de l'entité pour fournir la base d'emprunt nécessaire via des titres de créance peu notés appelés junk bonds (Epplin et Pourjalali, 1997)

Tout commencera par l'étude d'un consultant externe ou interne à la société de PE pour la société à racheter. Celui-ci proposera un plan de redressement si bien sûr c'est possible. Dans les faits, trois possibilités font leur apparition :

- Impossibilité de redresser
- Redressement possible avec management en place
- Redressement impossible avec le Management en place

L'importance sera ici de déterminer quels sont les vrais problèmes (opérationnels dans notre étude) mais également offrir une grande probabilité de réussite pour donner suite au rapport effectué et aux stratégies à employer.

Lorsque les analyses sont faites, c'est alors à la société de PE de prendre sa décision sur l'investissement ou pas.

Prenons le cas où le manager sait qu'il est problématique à l'entreprise mais qu'il ne souhaite pas partir de son plein grès :

- Il n'est pas d'accord avec les nouvelles stratégies et sera donc mis dehors.
- Il est en accord avec les nouvelles stratégies et veut rester, on entamera alors un long chemin de coopération.

Le plan de redressement est exécuté uniquement lorsque le rapport indique qu'un redressement réussi à gain élevé.

Dans certains cas, lorsque le redressement indique un succès mais que celui-ci n'est pas certain ou le ROI pas assez grand selon les investisseurs, on assiste à un rachat par les employés ou managers appelé également MBO

Certaines études montrent qu'avant leur départ privé, ces sociétés ont en effet tendance à séparer les fonctions de PDG et de président du conseil moins souvent que les entreprises restantes publiques (Weir et al., 2005a) et les acquisitions traditionnelles de sociétés (Weir et Wright, 2006). Ce qui permet de préparer la suite du travail.

### 3.6. Faut-il changer le management en place ?

Premièrement, aux premiers stades de la croissance de l'industrie, on pourrait s'attendre à ce que l'accent soit davantage mis sur formation et la sélection des managers en interne, parce qu'il peut être plus difficile de recruter des managers ayant des compétences spécifiques à l'industrie, les recherches se font plutôt par rapport aux compétences requises en matière de gestion pour la sélection d'un manager. Que celle-ci soit interne ou externe.

De plus, la théorie nous dit qu'il est mieux de former et accompagner les managers dans leurs nouvelles stratégies plutôt que de les remplacer (Bruining & Wright, 2002). La lecture nous fait poser quelques hypothèses sur le changement de managers au sein d'une société pour donner suite à un investissement en PE que nous verrons plus tard.

Pour confirmer, Lichtenberg et Siegel (1989) nous disent qu'aux Etats-Unis, les usines qui appartiennent à des sociétés sujettes à des MBOs ou des LBOs démontrent une productivité plus élevée que les sociétés comparables du même secteur avant le changement de propriétaire dans les 5 ans qui suivent la prise de position. Ces usines connaissent ensuite des améliorations significatives de leur productivité seulement après 3 ans, on parle de 14% d'amélioration de la productivité dans les 5 ans. Pour les MBO, on parle de 20% de plus.

Dans quel cas alors où le management en place n'est pas compétent, nous parlons d'un MBI Un Management Buy-Ins <sup>6</sup>(MBI) qui possède également ses avantages et inconvénients :

---

<sup>6</sup> Management Buy-ins=consiste à remplacer les managers existant par des managers externes

| Avantages MBIs                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Désavantages MBIs                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dans de nombreux cas, les entreprises qui bénéficient d'un MBI sont sous-évaluées, et l'acheteur peut vendre l'entreprise à un prix plus élevé à l'avenir.</li> <li>- Si les propriétaires actuels d'une entreprise sont incapables de la gérer, un MBI est une situation gagnant-gagnant pour l'acheteur et le vendeur.</li> <li>- Une nouvelle équipe de gestion peut avoir de meilleures connaissances, de meilleurs contacts et une plus grande expérience, ce qui peut souvent stimuler la croissance de l'entreprise et maximiser la richesse des actionnaires.</li> <li>- Les employés actuels peuvent être motivés par les changements de direction.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- MBI n'ait pas l'effet désiré et la nouvelle équipe de direction ne parvienne pas à apporter la croissance nécessaire à l'entreprise.</li> <li>- Les employés actuels peuvent se sentir démotivés par les changements.</li> <li>- L'acheteur peut finir par payer beaucoup plus que nécessaire s'il estime mal la valeur de l'entreprise</li> <li>- Manque de transparence par rapport à un MBO ou tout est connu</li> </ul> |

Figure 12 Source : Lichtenberg et Siegel 1989 comparaison MBIs et MBOs

### 3.7. Pour conclure ce chapitre

Nous avons d'abord observé l'importance du management en PE et la grande place que celui-ci occupe lors d'un investissement qu'il soit déjà en place ou externe.

Les fonds de PE permettent également aux différents managers de développer leurs compétences, d'évoluer et de se voir fixer des nouveaux objectifs au sein de la société.

Néanmoins, les Managers sont très contrôlés via notamment une Due Diligence ou monitoring toujours effectués avant toute démarche financière ou de rachat. Ce contrôle permet à la société en PE de mieux connaître la société ciblée et de comprendre le marché, la gestion opérationnelle, financière... Elle permet également de diminuer le risque pour la prise de position il est donc indispensable qu'elle soit faite d'une manière optimale.

De ce contrôle va ressortir une analyse en profondeur pour savoir si d'une part la société visée reste une bonne opération et d'autre part si le management en place reste opérationnel pour poursuivre son travail et finalement recevoir, ou pas, la nouvelle stratégie des nouveaux actionnaires.

Nous observons également différentes possibilités en termes de management à la suite de l'investissement. Nous parlons notamment de MBO et MBI qui concernent deux points essentiels de notre base sur le management en PE.

Si nous les comparons, les MBOs prennent une place beaucoup plus importante et sont d'autant plus appréciées par les investisseurs car elles diminuent fortement le risque et permettent également de faire grandir la confiance entre toutes les parties prenantes. Le MBO non seulement fait s'impliquer les managers à 100% dans la nouvelle dynamique de la société mais permet également aux sociétés de PE d'avoir une équipe en place compétente et qui connaît son secteur. Ces données liées à l'expérience, le réseau et tous les éléments bénéfiques du PE augmentent considérablement les chances de réussites comme démontré dans ce chapitre.

Les MBIs sont des opérations plus risquées car toute la démarche est plus délicate. La prise d'information via Due Diligence, la prise de contact avec la société cible mais également la confiance avec les employés qui peuvent être effrayés par tous ces changements. Il faut également que la société de PE possède une équipe compétente pour remplacer l'équipe en place

dans la société cible sans être sûr que ça fonctionne. Les risques sont donc plus grands. Néanmoins, nous observons qu'un investissement est étudié et travaillé. Si une société est ciblée avec pour objectif un MBI, le potentiel de la structure doit être très grand et donc le ROI plus grand encore que lors des autres opérations du PE.

Nous pouvons donc conclure pour ce chapitre que le management possède une place primordiale dans les opérations de PE car celui-ci possèdera beaucoup de liberté et dirigera la société cible au quotidien à la suite de l'investissement en rapportant bien sûr aux actionnaires et en partageant les décisions stratégiques sensibles avant qu'elles ne soient prises.

## 4. Hypothèses et méthode d'analyse des données

### 4.1. Hypothèses

La théorie ayant été passée en revue, trois hypothèses ressortent :

- **Hypothèse 1** : La qualité du management en place est un critère décisif dans la décision d'investissement d'une société de PE
- **Hypothèse 2** : Les compétences managériales des managers en place sont plus importantes que la spécialisation de ceux-ci dans un secteur d'activité en Private Equity
- **Hypothèse 3** : Lorsque les managers sont remplacés, les objectifs de rendements sont plus élevés que lorsque qu'on garde le management en place (PE)

Ces hypothèses découlent d'une longue analyse documentaire et des études scientifiques de différents auteurs. Le but maintenant est de comparer les analyses de la théorie avec les interviews sur le terrain et l'expérience des différents intervenants.

### 4.2. Interviews

Dans le cadre de ce mémoire, j'ai eu l'occasion d'interviewer sept personnes divisées en deux groupes : trois professionnels du Private Equity dont l'objectif était de comprendre les mécanismes d'investissements globaux et l'impact de leurs actions sur le Management de la société ciblée point de vue de la société de PE et quatre managers de sociétés différentes, de tailles différentes et d'horizons différents ayant connu ou connaissant actuellement un investissement en Private Equity dans la structure dans laquelle ils se trouvent.

Deux personnes interrogées ont souhaité garder l'anonymat, les autres acceptent que leurs noms, et la discussion soit retranscrite dans son intégralité.

Deux conversations téléphoniques ont permis de recueillir des informations mais n'ont pas été retranscrites. Et la dernière interviewée n'a pas apporté d'informations supplémentaires importantes à la bonne rédaction du mémoire. Toutes les retranscriptions se trouvent en annexes.

Voici un petit résumé des informations apportées par les personnes interrogées :

- **Manager X** : Anciennement actif dans une équipe de direction qui à connu plusieurs rachats par des sociétés de Private Equity a beaucoup apporté par son expérience et son ressenti des objectifs et façon de faire des sociétés de PE.
- **Pierre Petetin** : Ancien CFO toujours actif partiellement dans la société VIDAL qui à connu deux fonds de Private Equity avant de connaître un rachat par une société concurrente privée. Monsieur Petetin à vécu une très bonne expérience et ca à beaucoup apporté à sa carrière par la suite.
- **Professionnel PE X** : Actif dans le Turnaround capital, cette entrevue a été très intéressante car il remplace totalement les managers à chaque transaction. Il nous apporte des informations sur le fonctionnement d'une société en PE et la raison d'un changement complet du management en place.
- **Ludovic Noki** : Actif chez AlterDomus Luxembourg en tant que Senior Officer, met à disposition des Holding pour des sociétés de PE UK ou USA. Il participe également à certaines Board ce qui est intéressant pour les informations et le retour d'un remplacement total ou partiel avec atteinte des objectifs ou pas..
- **Dominique Pellegrino** : Ancien directeur commercial chez EASI qui a subit plusieurs levées de fonds mais jamais en PE. Vient de cofonder Vertuoza et a fait une première levée de fond Record via Xange. Il m'a partagé sa récente expérience avec le fond XAnge pour la levée de capitaux (record dans le secteur) et beaucoup d'informations sur le ressenti en tant que CEO après celle-ci.
- **Zoe Absil** : Administratrice chez Quizo qui reçoit actuellement des capitaux de la part de beaucoup de fonds. Mais malheureusement, les informations recueillies ne reflètent pas la réalité car les sociétés de Private Equity n'ont pour objectif que d'optimiser le Tax Shift. L'interview n'a donc pas été retranscrite.

Néanmoins, nous pourrions tirer quelques conclusions de ces informations comme le fait que les sociétés de PE optimisent leurs placements et le font dans des structures également très stables et bien gérées dans lesquelles ils ne passent que très peu de temps comme QUIZO.

- **Coralie Sommacal** : Manager chez Alter Domus, m'a communiqué des informations tout au long de mon mémoire lorsque j'en ai fait la demande.

### **4.3. Méthode d'analyse des données**

Des entretiens semi-directifs avec des managers et professionnels du Private Equity ont été organisés. Nous connaissons ici le sujet et cherchons des réponses à comparer à la théorie afin de répondre aux hypothèses.

Le but est de connaître les impressions des personnes qui ont « subis » le Private Equity et ceux qui le guident.

Ces entretiens se sont faits à réponses libres dans le but de laisser s'exprimer les répondants. De plus, nous voulons connaître leurs avis en général pour recouper les informations avec la théorie récoltée plus haut.

Finalement, la plupart ont répondu sous forme de discussion et les questions ont toutes trouvées réponse. D'autres entretiens ont été réalisés par téléphone dans le but de récolter des informations plus précises mais également de ne pas prendre trop de temps aux CEO et Managers souvent débordés.

Un Questionnaire Quantitatif a été monté dans un premier temps mais a été abandonné car à la vue du caractère qualitatif du mémoire et du nombre de répondants, les résultats n'auraient pas été représentatifs et l'échantillon trop faible.

## 5. Analyse des résultats

Pour l'analyse des résultats, reprenons les 3 hypothèses qui découlent de la théorie développée durant les trois premiers chapitres et comparons-les avec les informations et interviews effectuées

### 5.1. Hypothèse 1

La qualité du management en place est un critère décisif dans la décision d'investissement d'une société de PE

#### **Théorie**

- Smith (2014) met sur la table une étude montrant que dans la plupart des cas, les investisseurs en PE investissent dans des entreprises déjà productives et apportent simplement une expérience supplémentaire pour améliorer certains points sans pour autant changer le management ou avoir un grand impact sur ses performances.
- La théorie nous dit qu'il est mieux de former et accompagner les managers dans leurs nouvelles stratégies plutôt que de les remplacer (Bruining & Wright, 2002).
- Bloom N (2015) nous explique qu'il est très difficile d'affirmer que les sociétés en PE n'investissent que dans des sociétés bien gérées surtout aux Etats-Unis et en Angleterre car la perception globale est que le PE investit dans des structures mal gérées mais avec beaucoup de potentiel et un marché porteur dans le but d'effectuer un Turnaround et d'engranger des bénéfices et une forte plus-value. Les informations étant différentes selon les pays, nous ne pouvons-nous arrêter à une seule étude.
- Même si les investisseurs en PE prennent un certain contrôle, les décisions telles que décisions commerciales ou Marketing reviennent dans la plupart des cas exclusivement aux managers en place.
- Certaines structures sont ce qu'elles sont car elles sont bien gérées et ce sont ces compétences qui attirent les investisseurs qui alors n'ont plus qu'à faire quelques réglages pour arriver à ce qu'ils veulent avec le management en place.
- Il est beaucoup plus simple de garder le management en place car celui-ci connaît le secteur, l'entreprise et le fonctionnement. Le vrai défi sera que le management en place

s'aligne avec la nouvelle stratégie des actionnaires si celle-ci devait changer. Dans certains cas, une opération de MBI est envisagée, celle-ci correspond à un remplacement du management en place par un management extérieur et dans d'autres cas, les sociétés de PE arrivent directement avec les managers adaptés à leurs objectifs dans les sociétés qu'ils achètent.

## **Conclusion théorie**

La théorie est presque unanime, le Management fait partie des critères décisifs d'investissement ou non dans une société. Même si la société de Private Equity prend de grandes positions dans les sociétés, elles ne les gèrent pas au quotidien. La gestion de celles-ci et les décisions plus ou moins importantes se font par les Managers en place et ont un impact direct sur les performances et les objectifs fixés de départ.

La stratégie de départ ou le return espéré n'est jamais certain il est donc primordial que les managers comprennent bien leurs nouveaux rôles (si besoin d'en avoir un) et qu'ils suivent les objectifs fixés. La due Diligence et certains autres outils permettent justement d'observer les compétences des managers en place et donc lier les chiffres actuels avec les décisions actuelles. De ce fait, la société en PE pourra prendre une décision cohérente concernant la décision d'investir ou pas.

Oui, la qualité du management est un critère décisif dans la prise de décision d'investissement ou pas. Car les objectifs/critères sont différents si le management en place ne correspond pas.

## **Professionnels**

- **Professionnel PE X**

**X :** « Ça dépend, par exemple en venture capital le management n'est pas très important car en fait ce que tu vas faire c'est que tu vas faire c'est parier investir 1 million d'€ dans 20 sociétés qui sont en train d'inventer un truc et tu sais que de ces 20 sociétés les deux-tiers ne vont pas fonctionner.

Mais quand elles ne vont pas fonctionner c'est clairement parce que le management n'est pas expérimenté ou que le produit qu'ils voulaient mettre en place n'est pas bon En revanche si tu

prends du LBO ou du management buyout, le management est clé et en turnaround pareil. Ce qui va se passer dans un fond de turnaround c'est que tu vas racheter la société tu vas mettre des managers que toi tu connais qui vont totalement faire un changement de 360° sur la société. »

Ce que le professionnel x nous confirme, c'est que le management est soit fautif lorsque la société va bien soit il fait son travail correctement si les objectifs sont respectés.

De plus, en Turnaround ou dans d'autres types de PE, si la société tourne mal, il n'y a pas de problème à virer les managers et ça n'aura pas d'impact sur la vision ou l'éthique du PE étant donné qu'ils ne peuvent qu'améliorer les choses.

Dans d'autres structures, si les participations sont plus faibles, alors le pouvoir du fonds est plus faible et le management en place restera. On peut déduire que si le fonds de PE prends des participations plus faibles, c'est soit que la société se porte bien soit qu'elle est en pleine expansion et n'a donc pas besoin de changement spécifique au sein de son équipe managériale.

**Nicodemo** : « l'impact de vos actions est donc significatif ? »

**X** : « Oui, très significatif et le management très important. »

- **Ludovic Noki**

**Ludovic :** « Je suis certaines structures qui font vraiment attention à la l'importance du management en place et dans les fameux « investment community papers » qui sont une sorte de documents qui reprennent un peu tous les chiffres de la target, l'accent est mis sur le management en place surtout chez les petites et moyennes entreprises ce que je remarque, c'est que plus le management est ancien et plus ça rajoute des points car ils connaissent le business de A à Z et ils font partie des principaux critères d'investissements. »

Le même intervenant nous parle des structures beaucoup plus grandes et mieux structurées chez qui le management va avoir beaucoup moins d'importances car ces entreprises sont déjà bien installées et sont pour la plupart de celles qu'il connaît bien gérées.

## **Conclusion professionnels**

Les professionnels interrogés montrent que le Management à une place centrale dans l'investissement et surtout pendant la détention de la société cible. Le fait de passer beaucoup de temps à l'étudier en Venture par exemple montre son importance de même que dans la due Diligence comme expliqué par l'intervenant Ludovic Noki. Le premier intervenant nous parle du remplacement total et dans tous les cas de figures dans sa structure exclusivement active dans les opérations de Turnaround ce qui montre également l'importance de ce management sur les objectifs finaux mais également sur le bon fonctionnement d'une société.

On observe aussi que la vision diffère selon la maturité ou la santé de la société. Le management sera plus facilement dans des petites structures qui ont du mal tandis que dans les plus grosses, l'équipe de gestion semble bien établie, le remplacement total serait beaucoup plus conséquent et plus risqué.

## **Managers**

- **Pierre Petetin**

**Pierre :** « Le Management à une place centrale mais à plusieurs niveaux : d'une part, le management doit être assez compétent pour pouvoir assumer les objectifs fixés parfois très (trop élevés). Mais il doit également savoir vivre avec la société de Private Equity. »

L'intervenant Petetin me fait part d'une anecdote du CFO de l'époque très compétent mais qui ne convenait pas à la vie avec le fonds de PE ce qui confirme sa première phrase, il faut savoir respecter et suivre les objectifs mais également savoir vivre avec la société de PE.

Une autre anecdote, il a demandé à l'époque à un responsable de fonds s'ils viraient souvent les CFO et le responsable a répondu spontanément que non. Mais après réflexion, il est retourné voir ses chiffres et à remarque que lors de ses 10 dernières acquisitions/transactions, il a viré six fois le CFO ce qui montre quand même l'importance du poste.

- **Dominique Pellegrino**

**Dominique :** « Dans mon cas, c'est un peu différent car ils n'ont pris qu'une position minoritaire de 15% dans un premier temps. Et Lors de la dernière réunion et conclusion avec les avocats, nous avons décidés que nous restions avec mon associés les uniques décideurs pour toutes les décisions et transactions en dessous de 200 000 euros mais ça ne leur pose pas de problème tant que la société est bien gérée. »

L'intervenant Pellegrino nous confirme ce que les professionnels nous communiquent, si des positions minoritaires sont prises, le poids du fonds n'est pas assez grand pour décider si le management convient ou pas. Même chose si la structure est bien gérée, alors pas besoin d'avoir un suivi trop encombrant.

- **Manager X**

**X :** « De notre côté, je ne sais pas si c'était généralisé, mais le CEO était l'unique personne en contact avec eux. A part ça, ils n'y connaissent pas grand-chose au business, le but était de remplir les objectifs pour que les bénéfices arrivent à combler la dette et que la valeur de la société augmente »

L'intervenant X n'a pas été en contact avec le fonds de PE mais ressentait cette pression du fonds pour l'atteinte des objectifs via ses supérieurs et l'atmosphère.

Il estime que tant que les objectifs sont respectés et que les returns trimestriels sont bons alors ils ne sont pas inquiétés.

## **Conclusion managers**

Les Managers ressentent cette pression financière mais pas spécialement opérationnelle. Le CFO a souvent été en contact avec la société de Private Equity et a senti sa position comme une position clé dans l'investissement. Le deuxième manager n'a jamais été en contact avec la société et n'a jamais été inquiété car les objectifs étaient clairs et remplis.

Dominique Pellegrino m'a communiqué qu'ils étaient là pour l'aider à développer son réseau mais pas lui dire quoi faire au jour le jour. Il sent bien qu'il est en position de force avec cette position majoritaire (85%) et qu'il est très sollicité pour l'instant mais ne doute pas du fait qu'à un moment, si les rendements ne sont pas bons, ils se montreront de plus en plus présents.

Les managers interviewés n'ont pas eu l'impression de voir un changement opérationnel car ils se trouvaient ou se trouvent dans des sociétés qui fonctionnent bien et dans lesquelles les objectifs sont remplis. Mais pensent tous qu'une pression opérationnelle pouvait apparaître si nécessaire.

## **Conclusion Hypothèse**

Les interviews montrent clairement que le management a une place importante dans la prise de décision d'investissement mais également pour atteindre les objectifs des fonds de PE.

Les managers doivent suivre les directives et ne peuvent dévier de la route car ils ressentent cette pression et comprennent que l'important est le return.

Ces discussions semblent montrer que le management est responsable des rendements même lorsqu'ils n'ont pas été sollicités lors de l'établissement des objectifs de départ. Les deux cotés se passent la balle en disant que les PE sont là sans tenir compte des managers et leurs avis et les PE disent que le manager est responsable des petites décisions quotidiennes et que si ça ne tourne pas, c'est de leur faute.

La théorie elle montre que les fonds de PE font en sorte de bien cerner les managers avec une due diligence pointilleuse pour permettre de prendre les meilleures décisions et ce n'est que par la suite que les objectifs sont décidés. Même si la théorie n'est pas unanime, elle est très majoritairement ouverte à dire que le management est un critère indispensable.

Nous pouvons conclure après avoir comparé les interviews à la théorie en disant que le management est bien un critère de décision important dans la prise de décision d'investissement ou pas d'une société de Private Equity. L'hypothèse 1 est acceptée.

## 5.2. Hypothèse 2

Les compétences managériales sont plus importantes que la spécialisation des managers dans un secteur d'activité lors du choix du management à la suite d'un investissement en PE.

### **Théorie**

- Les managers possédant des connaissances tacites ou des compétences idiosyncrasiques dans leur domaine particulier peuvent reconnaître de nouvelles opportunités de croissance,
- Dans les situations où une innovation importante est nécessaire, il peut être nécessaire de faire appel à des gestionnaires externes qui possèdent ces compétences, comme dans le cas d'un rachat par la direction ou par des investisseurs (Wright et al., 2001a)..
- Le manager idéal possède des compétences innées mais ce n'est pas le but premier. Le monde du travail et le marché évoluent tellement vite qu'un bon manager est un manager qui se remet en question. La lecture montre que la faculté des managers à comprendre le marché dans lequel ils se trouvent ou à s'adapter dans les nouveaux marchés qui lui sont proposés est la chose la plus importante.
- Les études dans le temps montrent également l'évolution des attentes envers les différents managers. Katz (1974) nous disait qu'en tant que TOP management, la maîtrise des concepts est la chose la plus importante tandis que le capital humain arrive en dernier.
- Katz (1974) ne distingue également pas les compétences managériales requises par rapport aux organisations, environnement ou secteur ce qui est contré par Gerstein & Reisman (1983) qui nous disent que chaque cas et chaque société est différente et les compétences doivent varier selon les situations. Un Manager ne doit pas tout savoir précisément mais avoir l'expérience nécessaire pour aller chercher l'information ou la stratégie adéquate voilà la qualité d'un manager.
- Bailey et Helfat (2001) dans une de leurs études comparant des managers ayant des compétences managériales mais en plus, des compétences spécifiques liées au secteur dans lequel ils travaillaient par rapport à des managers ayant une grande expérience managériale mais pas nécessairement dans les secteurs dans lesquels ils travaillent. Montrent qu'il n'y a pas de différence significative de rendement.

## Conclusion théorie

La théorie montre dans la plupart des cas que les compétences managériales et la faculté à se réinventer / évoluer est le critère le plus important.

Les auteurs estiment que le manager en place connaît son secteur ou évolue avec celui-ci. S'il atteint ses objectifs, alors son rôle est rempli.

Les études comparant les deux approches montrent qu'il n'y a pas énormément de différences lorsque le Manager maîtrise les deux côtés. Néanmoins, pour certains secteurs spécifiques, il est peut-être indispensable d'engager un « top manager » du secteur. On observe également dans l'étude développée par (Busenitz & Barney, 1997 ; Green, 1992) qu'une personne ayant la connaissance du secteur est plus apte à repérer les opportunités proposées par le marché.

Nous pouvons conclure la théorie en disant que pour les secteurs très spécifiques, un TOP manager maîtrisant le secteur peut mieux cerner les opportunités et atteindre les objectifs mais dans la plupart des cas, les compétences managériales sont plus importantes car les connaissances sont apportées par les fonds de PE, la formation et l'expérience.

## Professionnels

- **Professionnel PE X**

**X :** « Je connais des Sociétés qui pour certains secteurs vont aller chercher le TOP manager car c'est très spécifique. Il faut vraiment un manager Turnaround spécialisé qui va former un manager ou un CEO par la suite. C'est donc beaucoup plus important d'avoir un management ayant des compétences managériales et à l'écoute sans hésitation »

Ici on remarque la même chose que dans la théorie, pour les secteurs spécifiques, un manager spécialisé est sans doute un avantage mais pour la plupart des transactions, ce n'est pas nécessaire car les compétences managériales et la faculté à travailler avec un fonds de PE est plus recherchée et nécessaire pour atteindre les objectifs.

- **Ludovic Noki**

**Ludovic** : « La compétence du manager influe sur le bon fonctionnement c'est mon impression on va dire à ma connaissance oui car les compétences du manager sont plus importante que la connaissance marché. »

Intervenant Ludovic nous parle également d'une anecdote dans une structure qu'il a suivi d'un manager très compétent qu'on a voulu remplacer par un autre manager de la même boîte qui était mais travaillait dans un autre pays et donc connaissait le secteur autant que celui-ci. Ça n'a jamais vraiment fonctionné car les compétences managériales n'étaient pas les mêmes et seule la connaissance du marché ne suffit pas à être un bon manager.

## **Conclusion professionnels**

Tout va dépendre de la position du Manager et de la structure de la société. L'important reste le return et les professionnels estiment que si le return est bon c'est que la connaissance du secteur et les compétences managériales sont suffisantes pour que le manager garde son poste.

Néanmoins, si la question est posée autrement, la connaissance du secteur sans compétence managériale ne convient pas pour diriger et prendre des décisions stratégiques tandis que le contraire fonctionne dans certaines circonstances. Les professionnels ont tous fini par dire que les compétences managériales restent plus importantes s'ils devaient faire un choix.

Néanmoins, certains fonds gardent pour stratégie d'aller chercher des TOP managers dans certains secteurs pour atteindre leurs objectifs.

## **Managers**

- **Pierre Petetin**

**Pierre** : « Ce n'est pas évident de répondre, mais oui, reprenons l'exemple du CFO Mondial du groupe qui connaissait très bien le métier mais n'avait peut-être pas les compétences managériales pour poursuivre avec le fonds. » L'intervenant Petetin affirme qu'il est indispensable de savoir travailler avec le fonds et d'avoir les compétences pour le faire encore plus que la spécialisation sur un secteur spécifique. La spécialisation dépend aussi de la position.

- **Manager X**

X : « Personnellement, j'avais je pense les compétences managériales et la connaissance du secteur. Je ne pense pas qu'ils m'aient jugés sur l'un ou sur l'autre. Ils n'achètent pas des managers, ils achètent une société et ont des objectifs. Ceux qui suivent les objectifs sont bons, les autres non. En tout cas, c'est comme ça que je l'ai ressenti.» L'intervenant X nous informe que l'unique chose qui compte est le return. Peu importe la spécialisation, si les compétences sont assez bonnes pour atteindre les objectifs, alors c'est bon. La spécialisation ou les compétences ne sont pas citées mais on peut en déduire qu'il s'agit ici d'un mix des deux.

## **Conclusion Managers**

Le ressenti est global, ceux qui se sont fait virés l'ont été car ils n'avaient pas les compétences nécessaires à la bonne entente avec la société de PE. L'important est le ROI et les sociétés de PE ne vont pas aussi loin en étudiant chaque CV<sup>7</sup> de Managers et voir s'ils possèdent chaque compétences adéquates au marché dans lequel ils se trouvent.

Les tableaux de bords sont suivis et chaque manager doit remplir sa tâche. Si celle-ci est effectuée, le Manager n'est pas inquiété ni remplacé. Les managers en place sont évalués pour savoir s'ils sont compétents et c'est à eux de montrer qu'ils ont les compétences nécessaires à la bonne atteinte des objectifs peu importe leur spécialisation ou leur ancienneté dans la société.

Les managers pensent ici qu'ils ont les deux critères et ne sont pas inquiétés dans leur job car les objectifs sont atteints. Les retours sont donc peut-être biaisés car selon eux, ils sont bons à leur poste. Une personne proche d'eux à ce moment là aurait pu confirmer ou réfuter ces faits.

---

<sup>7</sup> Cv=curriculum viatae

## Conclusion Hypothèse 2

La théorie indique que les compétences managériales sont suffisantes à l'atteinte des objectifs mais que dans certains domaines très pointilleux, la spécialisation d'un manager apporterait un plus par rapport à un « non spécialiste ».

Les répondants managers pensent que l'important est d'avoir un mixte des deux et d'atteindre les objectifs peu importe la façon d'y arriver. Mais chacun d'entre eux estime être à la fois spécialiste du secteur et très compétent dans leurs jobs respectifs. Ces réponses demandent plus de développement car aucun répondant n'a été inquiété ou remplacé.

Les Professionnels s'accordent à dire que dans la plupart des cas, les compétences et les facultés à vivre avec le PE en permanence sont plus recherchés que la spécialisation d'un secteur spécifique. Mais ils disent aussi que pour certains secteurs, certains fonds font appel aux TOP managers pour se donner les meilleures chances d'y arriver.

La conclusion est en faveur des compétences managériales car comme cité plus haut, un manager compétent ne sera pas inquiété même si son expérience est plus faible. Cependant, un manager qui connaît le secteur par cœur mais n'est pas en mesure d'atteindre les objectifs ou de travailler avec le fonds ne sera pas gardé.

L'hypothèse est acceptée partiellement car nous voyons quand même que tous s'accordent à dire que dans les secteurs spécifiques, la spécialisation à ce secteur reste importante dans le choix des managers mais ne semble pas être un critère indispensable comme celui des compétences managériales.

## 5.3. Hypothèse 3

Lorsque les managers sont remplacés, le rendement est plus élevé que lorsque qu'on garde le management en place (PE)

### **Théorie**

- Les sociétés de PE estiment avoir la capacité et l'expertise nécessaires pour rendre des entreprises matures leaders dans leur marché en améliorant leur efficacité opérationnelle.
- Lichtenberg et Siegel (1990) examinent les changements de productivité dans les rachats d'entreprises avec changement de managers et constatent que la productivité s'améliore de manière significative pendant au moins trois ans après le rachat.
- Ils rapportent également que les usines rachetées étaient déjà plus efficaces que celles qui n'avaient pas été rachetées, ce qui indique que ces rachats d'entreprises s'attaquent à des problèmes de déséquilibres opérationnels.
- Pour le long terme, Wright et al. (1996) fournissent des preuves d'une performance supérieure au cours des dix années suivant un MBO, avec un nouveau marché pour les entreprises avec une rentabilité qui suit bien évidemment. Les niveaux d'endettement augmentent normalement après le rachat, entraînant une réduction des coûts d'agence et une augmentation de la valeur de l'entreprise grâce à une efficacité opérationnelle améliorée. Jensen (1986, 1989) prédit des effets positifs sur la performance des entreprises à partir de niveaux d'endettement plus élevés après le MBO, car les dirigeants en place prennent de meilleures décisions qu'auparavant.
- Lorsqu'une entreprise est sous-performante, à moins qu'il y ait un problème structurel avec l'entreprise (conduisant à une stagnation), une détérioration des performances peut survenir soit en raison d'un manque de récompense pour la direction compétente, auquel cas un MBO pourrait résulter, ou garder une direction incompétente, auquel cas une prise de contrôle du PE impliquerait licenciement de la direction dans le cadre du redressement (MBI).

## Conclusion théorie

La théorie nous parle des rendements plus élevés à la suite des opérations de MBO ou MBI. La théorie s'accorde à dire que le risque est beaucoup plus élevé et que ces opérations sont moins courantes en Europe. En UK et USA, elles sont beaucoup plus courantes et semblent normales.

La déduction faite de cette théorie et par rapport à l'hypothèse 1, si une société s'intéresse malgré un management en place incompetent, c'est que l'espérance de return est nettement plus élevée car le risque est plus grand et comme dans tout en finance, le risque est rémunéré.

Les MBO semblent être une solution qui fonctionne car performant dans la plupart des cas. Les acheteurs connaissent la société de l'intérieur et semblent vouloir prendre le risque d'investir pour modifier ce qui ne va pas.

On observe souvent un MBI lorsque le secteur est connu et des synergies sont visibles avec d'autres sociétés du portefeuille de Private Equity et qu'aucun manager interne ne se manifeste pour un MBO. Alors, si le fonds voit du potentiel et des synergies, il en fera l'acquisition et mettre un manager en place.

## Professionnels

- **Ludovic Noki**

**Ludovic** : « Ça va dépendre car j'ai l'exemple d'une société chez qui tous les managers mis en place ne fonctionnaient pas. Et donc plus le temps passe, plus le risque augmente et les objectifs sont revus. »

Ce que l'intervenant nous dit est que lorsque les managers changent, une nouvelle équipe doit être mise en place, ça demande du temps et de l'argent. Dans ce secteur, les capitaux sont bloqués et si ça ne fonctionne pas, il y a un risque de devoir en réinjecter pour se donner de l'air.

Les managers en place doivent faire en sorte que tout se passe bien pour respecter les objectifs et de la sorte diminuer le risque.

## Conclusion Professionnels

La question a été très compliquée et les retours sont faibles car beaucoup de variables entrent en jeux ici. Ce qui est sûr, c'est que le risque grandit et que le remplacement se fait en dernier recours car ça ne fonctionne pas toujours.

Le premier répondant travaillant dans les opérations de Turnaround a cette habitude et donc ne tient plus compte du remplacement pour augmenter les returns parce qu'ils le font systématiquement chez eux.

Ludovic Noki lui nous parle de structures qui ont changés le management et qui ne fonctionnent toujours pas. Le risque grandit et ce risque doit certainement être rémunéré.

Dans l'exemple donné, le risque n'était pas prévu car des managers ont été mis en place mais ne correspondaient pas ce qui ne répond pas à notre hypothèse ici sur le return espéré au départ mais en cours de route.

## Manager

- **Pierre Petetin**

**Pierre** : « Les objectifs de départ nous sont donnés et ensuite, ils vérifient que toutes les personnes en place peuvent atteindre ces objectifs. » L'exemple du collègue a de nouveau été donné dans le sens où lui ne convenait pas et a donc été remplacé mais ce n'est pas pour autant que les objectifs ou les returns attendus ont été modifiés »

## Conclusion manager

Même constat chez les managers, la société en PE cherche d'abord les synergies avec les autres sociétés en portefeuille ou leur réseau. Ensuite, ils étudient la société ciblée mais ils n'ont pas l'impression que le return changerait.

Toutes les personnes interrogées sont restées en place et n'ont pas senti de différence. Et l'intervenant ayant vu changer certains managers ne ressent pas d'espérance plus grande concernant le return après ces changements.

## **Conclusion Hypothèse 3**

C'est très compliqué d'obtenir une réponse claire, car si l'investissement est fait en ayant pour objectif le remplacement dès le départ ou parce que le propriétaire cesse de travailler par exemple, le return n'est pas modifié pour autant.

Lorsque les managers en places ne conviennent pas finalement, dans un premier temps ils ne font que le changer et les objectifs de départ restent les mêmes.

Finalement, lorsque plusieurs managers sont testés et ne conviennent pas, les objectifs sont plutôt revus à la baisse même si les premiers temps ils doivent rattraper les retards perdus et donc les garder en tête pour espérer les atteindre à un moment.

Les objectifs revus à la baisse restent la dernière solution lorsqu'ils se rendent compte que l'investissement ne va pas avoir les attentes espérées.

La théorie nous parle de rendements plus élevés dans le cas de MBO mais reste discrète lorsqu'un nouveau management est mis en place dès le départ après l'acquisition.

Les répondants ne nous donnent pas les informations nécessaires pour pouvoir affirmer l'hypothèse 3.

Nous ne pouvons donc pas affirmer l'hypothèse 3 ni la réfuter car les informations recueillies ne permettent pas d'en tirer une conclusion claire. La théorie n'a pas été confirmée par les intervenants.

## 6. Conclusion

Le Private Equity a un impact non négligeable sur les managers en place dans les sociétés dans lesquelles ils investissent. Car lors de leurs investissements, les fonds doivent faire en sorte d'aligner leurs intérêts avec ceux des managers en place pour permettre d'atteindre les objectifs fixés au départ.

Les deux parties sont liées et doivent travailler ensemble tout au long de l'investissement du fonds jusqu'à la vente de l'entreprise ciblée. Le fonds de PE va apporter son expérience et son large réseau pour faire bénéficier l'entreprise ciblée. Les managers, en contrepartie, vont tout faire pour atteindre leurs objectifs et recevoir en retour une bonne rémunération lorsque ceux-ci sont atteints.

Les fonds de PE recherchent un management compétent sachant d'une part travailler avec eux au jour le jour mais également sachant prendre des décisions qui mènent à l'accomplissement des objectifs fixés au départ et dans les temps impartis par les fonds.

Le but du mémoire était donc de comprendre l'impact sur le management d'un investissement en Private Equity et ce que recherchent les fonds de PE chez les managers pour atteindre les objectifs fixés.

Pour atteindre ces conclusions, une large étude documentaire a été réalisée. D'abord, pour comprendre le fonctionnement des fonds de Private Equity. Ensuite, cette recherche nous a menés vers la rentabilité des managers au sein d'une entreprise pour comprendre quelles sont les attentes des actionnaires envers les managers pour finalement aboutir à l'importance du management en Private Equity.

Cette littérature permet de mieux cerner le sujet avant d'en tirer trois hypothèses que nous avons cherchés à développer pour terminer :

- **Hypothèse 1 :** La qualité du management en place est un critère décisif dans la décision d'investissement d'une société de PE
- **Hypothèse 2 :** Les compétences managériales des managers en place sont plus importantes que la spécialisation de ceux-ci dans un secteur d'activité en Private Equity

- **Hypothèse 3 :** Lorsque les managers sont remplacés, les objectifs de rendements sont plus élevés que lorsque qu'on garde le management en place (PE)

La confrontation de ces hypothèses aux différents retours des intervenants a permis :

- a) De confirmer l'hypothèse 1, la théorie et les intervenants confirment que le management possède une place centrale dans leurs investissements et que sans eux, les objectifs ne peuvent pas être atteints.
- b) De confirmer partiellement l'hypothèse 2, la théorie nous dit que les compétences sont plus importantes que la spécialisation dans un secteur d'activité dans la plupart des cas. Néanmoins, pour certains secteurs spécifiques, certaines structures continuent de recruter des TOP managers du secteur pour mener à bien les objectifs de départ. Ces TOP managers doivent donc posséder les deux caractéristiques.

La théorie est confirmée par les intervenants répétant la même chose. Donc nous concluons cette hypothèse par un oui, les compétences sont plus importantes que la spécialisation dans un secteur sauf dans certains secteurs spécifiques où les deux sont nécessaires pour mener à bien l'objectif final.

- c) D'être prudents avec l'hypothèse 3 qui n'a pas vraiment trouvée de réponse aux questions posées au départ. Les objectifs semblent posés dès le départ mais lorsque les fonds étudient la possibilité d'un remplacement de management, ils ne semblent pas attendre un return plus élevé. Bien que le risque grandisse, les objectifs semblent au contraire être revus à la baisse après un certain temps lorsque les objectifs ne sont pas atteints et que les managers défilent car ils ne conviennent pas.

L'hypothèse 3 pourrait donc servir de base à une prochaine étude ou d'autres développements mais n'est pas confirmée dans ce cas.

Pour conclure, le mémoire permet de mieux connaître le Private Equity et ses attentes envers les managers, le rôle des managers au sein d'une société de PE et de recueillir l'avis de professionnels très expérimentés désireux de partager leurs connaissances. Le secteur reste très discret de l'intérieur et son caractère privé semble bloquer certaines informations. Néanmoins, le sujet est prenant et il reste beaucoup de choses à développer à l'avenir pour en connaître toutes les facettes.

## 7. Limites

Le mémoire terminé, je suis confronté à certaines limites.

Le caractère privatif du Private Equity et ses cotés très critiqués comme celui de l’Ethique et le manque de considération pour les employés lors de rachats font que certains paramètres ne sont pas divulgués. Au même titre, le caractère privé empêche toutes les publications de chiffres mais également les discussions plus privées lors de rachats comme les critères indispensables à un manager pour être gardé.

J’ai étudié le Management, son importance et son remplacement au sein des structures.

L’observation est que les managers interrogés sont tous restés en place et ceux remplacés n’en parlent pas. Cette non-divulgation d’information apporte des réponses incomplètes malheureusement qui pourraient être développées ultérieurement.

Les Professionnels du Private Equity, eux, aiment leur job et acceptent de parler d’Ethique mais ne veulent pas aller dans les détails ce qui influence aussi notre travail et la partie plus délicate de celui-ci.

J’ai eu la chance de rencontrer des professionnels et managers mais le nombre était restreint ce qui empêche également de développer des chiffres conséquents ou de recouper les informations. Le Private Equity étant très large, chacun d’eux raconte sa propre histoire avec sa propre spécialisation et son secteur.

Finalement, il est très difficile de décrire avec exactitude ce qu’est un bon manager car ça dépend énormément de la taille de la société, du secteur, de la maturité et des objectifs. Même si des outils font leur apparition, le Private Equity a sa propre vision du manager.

## 8. Matière à réflexion

- L’Ethique en Private Equity pose beaucoup de problèmes, je l’ai ressenti tout au long des interviews, que ce soit au niveau des managers ou des professionnels, on se rend bien compte que le côté humain et son bien être passe en second plan. Des objectifs sont fixés et ils doivent absolument les atteindre peu importe la façon. Certaines interviews parlent également du caractère peu contrôlé du secteur et c’est la raison pour laquelle beaucoup de personnes fortunées se lancent dans le Private Equity même s’ils ne s’y connaissent pas. Ces personnes proviennent de tous horizons et n’auraient parfois pas accès à d’autres opportunités financières ce qui rejoint la matière à réflexion au niveau de l’éthique.
- Dans les limites décrites, certaines matières méritent peut-être qu’on s’y attarde un peu plus. Beaucoup d’études sur le Private Equity sont développées mais très peu de matière sur la façon dont ça se passe à l’intérieur. Ces Returns intéressants et le nombre d’intermédiaires prenant des commissions au passage ont un impact sur la vie à l’intérieur de la société selon le Manager X, des entretiens plus en profondeur avec chaque partie de la hiérarchie au sein d’une société ayant recourt au PE pourrait nous montrer le secteur vu de l’intérieur et son impact sur tous.
- Il était ici important de démarrer ces recherches par une démarche qualitative pour comprendre le sujet et à la vue du nombre de répondant, c’était la solution la plus appropriée. Une démarche quantitative pourrait venir appuyer les informations réaccueillies pour aller plus loin.
- La troisième hypothèse a été compliquée car peu de répondants savaient y répondre. Mais tous s’accordaient à dire qu’un remplacement de Management est plus risqué. Approfondir cette hypothèse pour savoir si un remplacement de manager doit plus rémunérer à la vue du risque encouru est important ou nous dire si ça n’entre pas dans les critères.
- Finalement, une étude sur l’impact des incentives sur les performances semblent être une bonne suite à notre sujet lorsqu’on discute avec les managers. Néanmoins, le sujet pouvant être tabou, les informations pourraient être difficiles à recueillir.

## 9. Bibliographie

Anonyme. (2021). *What is Agency Theory?*. Corporate Finance Institute. [Agency Theory - Overview, Relationship Types, Problems \(corporatefinanceinstitute.com\)](https://corporatefinanceinstitute.com/agency-theory-overview-relationship-types-problems/)

Argile, A. (2008). Les transformations du private equity. *Revue D'économie Financière*, (93), 13-18. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/42904602>

Bavière, C. (2012). Le private equity : Investisseur à long terme par excellence. *Revue D'économie Financière*, (108), 105-115. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/42905770>

Becquet, P-M. (2017). *Les performances du Private Equity français* (Note). Bsi-Economics. <http://www.bsi-economics.org/789-perf-private-equity-france-pmb>

Beetsmaa, R., Hans, P., & Eugène, R. (2000). When to fire bad managers: the role of collusion between management and board of directors. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Volume 42, pp. 427-444. [https://doi.org/10.1016/S0167-2681\(00\)00098-6](https://doi.org/10.1016/S0167-2681(00)00098-6)

Betbèze, J-P. (2017). *Le LBO c'est beau, mais pas toujours*. Le cercle des économistes. <https://lecercledeseconomistes.fr/lbo-cest-beau-toujours/>

Betbèze, J-P. (2008). Quelle finance après les subprimes ? *Revue D'économie Financière*, (93), 245-252. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/42904622>

Blindheim, M., Brichard, A., & Halfin, M. (1998). Consulting Firms Entering Private Equity. *The Journal of Private Equity*, 2(1), 23-43. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/44397488>

Bloom, N., Sadun, R., & Van Reenen, J. (2015). Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?. *American Economic Review*, Volume 105, pp. 442-46.  
<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.p20151000>

Capolaghi, L. (2020). *Le private equity doit-il s'inquiéter du coronavirus ?* EY.  
[https://www.ey.com/en\\_lu/private-equity/le-private-equity-doit-il-s-inquieter-du-coronavirus--](https://www.ey.com/en_lu/private-equity/le-private-equity-doit-il-s-inquieter-du-coronavirus--)

Castanias, R. P., & Helfat, C. E. (2001). Managerial resources and rents. *Journal of management*, Volume 16, pp. 661-678. <https://doi.org/10.1177%2F014920630102700604>

Castanias, R. P., & Helfat, C. E. (1991). Managerial Resources and Rents. *Journal of management*, Volume 19, pp. 155-171. <https://doi.org/10.1177%2F014920639101700110>

Clerbois, Laurent ; Caprasse, Augustin. L'impact du Private Equity sur les performances des sociétés en portefeuille. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, 2018. Prom. : Percy, Thierry. <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15710>

Cuny, C. J., & Talmor, E. (2007). A theory of private equity turnarounds. *Journal of Corporate Finance*, Volume 13, pp. 629-646.  
<https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:corfin:v:13:y:2007:i:4:p:629-646>

Demaria, C. (2012). *Introduction au private equity : Les bases du capital investissement*. La Revue Banque.

Donaldson, L. (1990). The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory. *The Academy of Management Review*, 15(3), 369-381. doi:10.2307/258013

Drif. (2006). *Qu'est-ce qu'un LBO ?* Les Echos, section Investir.  
<https://investir.lesechos.fr/dossiers/les-autres-operations/qu-est-ce-qu-un-lbo-161785.php>

Fischer, P., & Louis, H. (2008). Financial Reporting and Conflicting Managerial Incentives: The Case of Management Buyouts. *Management Science*, 54(10), 1700-1714. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/30219560>

Front Matter. (2012). *Revue D'économie Financière*, (108). Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/42905763>

Ghoshal, S. (2005). Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices. *Academy of Management Learning & Education*, 4(1), 75-91. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/40214265>

Gottschalg, O., & Phalippou, O. (2009). The Performance of Private Equity Funds. *The Review of Financial Studies*, Volume 22, pp. 1747-1776. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn014>

Ilpa. (2011). *Institutional limited partners association*. [https://ilpa.org/wp-content/uploads/2016/09/ILPA-Best-Practices-Quarterly-Reporting-Standards\\_Version-1.1.pdf](https://ilpa.org/wp-content/uploads/2016/09/ILPA-Best-Practices-Quarterly-Reporting-Standards_Version-1.1.pdf)

Jacquillat, B., & Pastré, O. (2008). Avant-propos. *Revue D'économie Financière*, (93), 9-12. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/42904601>

Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/1818789>

Jensen, M. C. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, Volume 67, pp. 61–74. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.146149>

Hite, G., & Vetsuypens, M. (1989). Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth. *The Journal of Finance*, 44(4), 953-970. doi:10.2307/2328618

Kenton, W. (2021). *Management Buy-In* (MBI). Investopedia.  
<https://www.investopedia.com/terms/m/mbi.asp>

Koprowski, E. (1981). Exploring the Meaning of "Good" Management. *The Academy of Management Review*, 6(3), 459-467. doi:10.2307/257381

Leonard-Barton, D. (1992). Core Capabilities and Core Rigidities: A Paradox in Managing New Product Development. *Strategic Management Journal*, 13, 111-125. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2486355>

Lorenzi, J., & TRAINAR, P. (2008). Le rôle économique du private equity. *Revue D'économie Financière*, (93), 19-32. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/42904603>

Mahieux, X. (2016). Choix du financement externe en fonds propres des PME et ETI : "private equity" ou Bourse ? *Revue D'économie Financière*, (121), 291-304. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/43899965>

Meuleman, M., Amess, K., Wright, M., & Scholes, L. (2008). *Agency, strategic entrepreneurship and the performance of private equity backed buyouts*. <http://hdl.handle.net/20.500.12127/2805>

Motte, M. (2019). *La Bourse se fait doubler par le private equity dans le financement de l'économie*. L'Opinion. <https://www.lopinion.fr/edition/economie/bourse-se-fait-doubler-private-equity-dans-financement-l-economie-183486>

O'Kane, C., & Cunningham, J. (2012). Leadership Changes and Approaches During Company Turnaround. *International Studies of Management & Organization*, 42(4), 52-85. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/41739765>

Rodgers, R., & Hunter, J. (1992). A Foundation of Good Management Practice in Government: Management by Objectives. *Public Administration Review*, 52(1), 27-39. doi:10.2307/976543

Robbins, D., & Pearce, J. (1992). Turnaround: Retrenchment and Recovery. *Strategic Management Journal*, 13(4), 287-309. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2486616>

Suau-Sanchez, P., Pallares-Barbera, M., Tamásy, C., & Taylor, M. (2012). Relational Dimensions of Regional Growth: Introduction to the Special Issue. *Urbani Izziv*, 23, S2-S6. Retrieved August 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/24920608>

Wright, M., Amess, K., Weir, C., & Girma, S. (2009). Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect. *The Journal of Finance*, Volume 17, pp. 353-375. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00744.x>

Wright, M., Hoskisson, R., Busenitz, L., & Dial, J. (2000). Entrepreneurial Growth through Privatization: The Upside of Management Buyouts. *The Academy of Management Review*, 25(3), 591-601. doi:10.2307/259312

Zahra, S. (1995). Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts. *Journal of Business Venturing*, Volume 10, pp. 225-247. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)00024-O](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)00024-O)

# 10. Annexes

## 10.1. Questions d'interview

### **ANNEXE A : Questionnaire destiné aux Managers**

1. Tout d'abord, pouvez-vous nous parler de votre job au moment de l'investissement en quelques phrases
2. Quand avez-vous vécu cet investissement en private equity et comment l'avez-vous appris ?
  - a) Était-ce prévu et annoncé ?
  - b) Combien de fois avez-vous vécu cette situation au cours de votre carrière ?
3. Quels ont été vos premiers échanges avec les nouveaux actionnaires et comment les avez-vous perçus ?
4. Le temps passé avec ces investisseurs a-t-il été bénéfique pour la suite des opérations ou l'avez-vous perçu comme une « invasion » dans votre travail sans percevoir de collaboration ?
  - a) Pouvez-vous nous parler du temps passé par la société de Private Equity avant la prise de position dans la société et après cette prise de position ?
  - b) L'arrivée du PE a modifié la stratégie de l'entreprise ? Si oui, dans quel domaine ?
  - c) Au niveau opérationnel, du fonctionnement de l'entreprise, le PE a-t-il induit des changements ? Lesquels ?
5. Qu'est ce qui a changé pour vous suite à ces changements ?
  - a) Le rôle du management, ses objectifs ont-ils été modifiés ?
  - b) Le système d'incentive du management a-t-il été modifié ?
  - c) Pouvez-vous me donner quelques exemples d'incentives ?

6. Vous êtes-vous senti comme un élément important pour les nouveaux objectifs mis en place ?  
A quel niveau ?

7. Qu'est-ce que les investisseurs en PE recherchent chez les managers à la suite d'un investissement ?

a) Vous êtes resté en place suite à ces changements, mais d'autres changements/remplacements ont-ils été effectués au sein de l'équipe de Management ?

8. Au niveau des compétences managériales et avec votre expérience, pensez-vous que la connaissance du secteur est plus importante que la qualité de Management d'un manager selon vous ?

9. Avez-vous évolué avec ces changements et avez-vous senti un réel apport de ces nouveaux investisseurs ? Et si oui, à quels niveaux ?

10. Quels ont été les résultats finaux de ces investissements ? Pouvons-nous parler de Value Bridge pour la création de valeur et attribuer un pourcentage à chacun de ces points :

-EBITDA

-Multiple

-Réduction de la dette

-Si d'autres critères ont été utilisés pour la valorisation des résultats, pouvez-vous les citer

a) Auraient-ils été similaires sans l'intervention du Private Equity et leur expertise ?

11. Quelle a été la suite pour vous et que retirez-vous de cette expérience ?

Fin du questionnaire.

## **ANNEXE B : Questionnaire destiné aux professionnels du Private Equity**

### **ANNEXE B1 : Hypothèse 1**

1. Pouvez-vous me parler de votre métier ?

2. Quels sont selon-vous les critères les plus importants lors d'un investissement en PE ? Faisons l'hypothèse que tous les critères macro sont connus et bons.

-Quelle place prend le management de la société ciblée dans ces critères ? (En %)

3. Quelle serait la manière idéale de travailler avec les CEO/Managers en place ?

-Entre 0 et 100, pouvez-vous me donner un pourcentage de projets qui se passent aussi bien ?

4. Au départ d'un deal, passez-vous plus de temps à étudier la partie financière de l'entreprise ou la façon dont cette entreprise est gérée ?

5. Quels sont les éléments indispensables à une bonne relation entre vous et la société ciblée ?

6. Comment est-ce que ça se passe au niveau du temps et des échanges avant/pendant/après un deal ?

7. Que pouvez-vous donc conclure sur les relations entre les managers et vous ?

## **ANNEXE B2 : Hypothèse 2**

8. Pensez-vous que l'impact de vos actions sur les performances des managers est significatif par rapport à un apport de capital sans vos conseils ?

9. Que recherchez-vous chez un Manager à la suite d'un investissement

10. Qui décide si le management en place est assez performant ou pas ?

11. Pensez-vous que les compétences managériales sont plus importantes que les connaissances d'un secteur spécifique à la société dans laquelle vous investissez pour un manager ? Est-ce qu'alors des consultants externes peuvent combler ces lacunes durant la détention de la société ?

12. Que possèdent les Managers que vous mettez en place par rapport à ceux déjà en place dans les sociétés ?

## **ANNEXE B3 : Hypothèse 3**

13. Vous arrive-t-il souvent de remarquer un management totalement incompetent et incapable de se remettre en question ?

- Dans ce cas, comment savez-vous si vous devez quand même investir dans la société ciblée ?

- Est-ce quelque chose de fréquent ? (%)

14. Le risque est-il alors beaucoup plus grand ?

15. Attendez-vous un return différent par rapport à un investissement en gardant le management en place ?

16. Quels sont les éléments clés et critiques d'une mise en place de nouveaux managers ?

17. Quels sont les compétences recherchées chez les managers travaillant avec vous ?

18. A la suite de ces changements, les objectifs sont toujours atteints ?

Comment valorisez-vous les résultats finaux sur l'investissement ? (EBITDA/Multiple/dette,...)

## 10.2. Retranscription des interviews

### ANNEXE C : Interview de Ludovic NOKI

**Nicodemo:**

Bonjour, commençons directement par les questions, comme ça, je ne vous prends pas toute votre soirée normalement ça ne devrait pas prendre trop de temps. Donc pouvez-vous me parler de votre métier en quelques mots?

**Noki:**

c'est on va dire la gestion des PE donc en gros nos clients qui sont la plupart aux UK ou USA essayent d'investir dans des pE un peu partout dans le monde, mais principalement en Europe et pour se faire il passe par des luxembourgeois et donc nous on gère les luxembourgeois qui investissent dans les petites et moyennes entreprise un peu partout en Europe.

**Nicodemo:**

ok quels sont les critères les plus importants dans un investissement PE ou alors quand ils font appel à vous, c'est un peu vaste, mais c'est pour savoir un petit peu ce qui regroupe

**Noki:**

pour ceux qui investissent, ça, on n'est pas investi dessus, mais pour ceux qui investissent, je pense que le critère le plus important, c'est, on va dire, pas la marche bénéficiaire, mais un peu la perspective de fin de performance pour le futur.

**Nicodemo:**

c'est le return.

**Noki:**

oui voilà le return voilà exactement

**Nicodemo:**

c'est seulement ça et la place du management parce que vous en fait vous mettez en place vous facilitez la tâche de ceux qui veulent investir en PE c'est ça ?

**Noki:**

exactement

**Nicodemo:**

est ce que vous êtes impliqué après quand il trouve une société, etc. ils veulent investir dedans et ils se mettent dedans ou pas spécialement.

**Noki:**

on est impliqués on va dire pas dans la target donc mais on est impliqué dans on va dire dans la Luxembourgeoise qui elle détient les actifs soit directement dans la target ou indirectement c'est vrai que moi ça veut dire que juste au dessus de la société opérationnelle nous on est là et il y a d'autres il y a plusieurs couches de entreprise fin de holding avant là avant la target donc ça dépend .

**Nicodemo:**

ça dépend du type d'investissement qu'ils font et des projets cas par cas ?

**Noki:**

oui voilà exactement

**Nicodemo:**

parce que le but de mes questions, c'est d'arriver à voir l'importance du management donc quand ils vont investir est ce que vous savez un petit peu quelle place va prendre le management en fait la performance des managers en place est-ce qu'il regarde la boîte dans son ensemble où ils vont quand même aller chercher voilà est ce que le manager est compétent est ce que ça a une importance pour un investissement ou pas du pas spécialement,

**Noki:**

ça les managers de l'entreprise chez qui ils investissent, j'avais des structures maintenant je sais plus où justement on était un peu plus impliqué on va dire et là je suis il faisait vraiment attention à la l'importance du management en place et dans les fameux investment community papers une sorte de document qui reprend un peu tout les chiffres de la target et l'accent était plus mis sur le management en place surtout que sur les petites et moyennes entreprises je pense et d'après ce que j'ai cru voir et comprendre que le management avait fin plus le management était ancien on va dire et compétent plus ça rajoutait des points parce que eux ils connaissaient un peu le business de A à Z et ce sont eux qui on va dire c'était l'une des principales raisons pour lesquelles ils investissent dessus

**Nicodemo:**

ok

**Noki:**

sur les entreprises que j'ai avec Coralie par contre c'est quand même assez c'est des gros groupes où ils investissent dans la plupart dans le côté en bourse et donc du coup fin de ma position de ce que je vois j'ai l'impression que le management n'a pas vraiment beaucoup d'impact parce que ce sont des groupes déjà allés j'ai envie d'être bien installé qui roule déjà assez bien du coup là c'est un peu moins c'est un peu moins important

**Nicodemo:**

et oui et puis c'est tellement hiérarchisé et structuré que s'ils doivent remplacer une personne on va pas le

sentir c'est pas comme dans une petite structure où il faut remplacer et c'est quelqu'un qui fait 10 tâches en même temps

**Noki:**

exactement mais si vous voulez moi ce que je peux faire je peux essayer de retrouver le fameux community paper fin je vais essayer de cacher au maximum les noms et les truc mais pour que vous voyez un peut comment l'accent était mis on va dire sur fin sur les différents managers

**Nicodemo:**

ca c'est super intéressant si c'est possible moi c'est super intéressant pour moi

**Noki:**

ouais non je vais essayer de retrouver après avoir fini le call je vais jeter un oeil

**Nicodemo:**

oui a votre aise hein si c'est pas aujourd'hui peu importe c'est super intéressant donc oui, au départ d'un deal alors ils passent plus de temps à étudier la partie financière parce que en fin de compte le management peut être change mais la partie financière elle est là elle est ce qu'elle est elle va être améliorée mais on change pas un business c'est une business quoi

**Noki:**

ouais plus ou moins oui oui

**Nicodemo:**

fin je veux dire on est dans un secteur où ils ont un business ils ont des ventes des achats des ventes et on peut pas tout changer on peut améliorer on peut on peut améliorer la performance mais je veux dire le business est ce qu'il est

**Noki:**

ca c'est ca mon impression encore pour ceux qui investissaient dans la dette qui ne prêtait que l'argent et qui n'étaient pas vraiment impliqués dessus, eux ils regardaient principalement la partie financière parce que évidemment ils avaient besoin de voir si dans le future il y aurait un cash flow assez conséquent pour pouvoir rembourser leur dette mais dans les structure où il y avait ou justement où on va dire le PE était un peu plus impliqué dans le management eux par contre regardaient un peu plus le fin le manager plus on va dire la fin le management que la partie financière et c'est l'impression que j'avais

**Nicodemo:**

ouais mais justement quand quand la dette est plus plus élevée c'est ca qui fait qu'on regarde plus la partie financière ca doit être indispensable.

**Noki:**

exactement

**Nicodemo:**

la plupart des transactions c'est via des LBO ? Pas spécialement?

**Noki:**

la plus part fin la plus part quand vous dites LBO c'est vraiment par rapport a la dette?

**Nicodemo:**

oui, c'est ça, c'est par rapport à la grosse dette

**Noki:**

ouais voilà la plupart, c'est ça et je ne sais pas pourquoi il y avait certains qui prenaient aussi à côté une petite part en tout cas, je ne sais pas pourquoi, mais la plupart, c'est vraiment, on va dire la grosse dette et peut être un petit peu un tout petit peu de d'equity

**Nicodemo:**

ok non ben alors c'est ça, les échanges c'est une DUE DILIGENCE Vraiment "stricte" au départ pour savoir ce qu'ils font et par la suite est ce qu'ils ont des relations très proche ou régulières avec la société ça va dépendre de leur participation de je suppose de beaucoup de critère

**Noki:**

exactement ça dépend fin de ce que j'ai cru remarquer la plupart des relations qu'on avait ou que le manager avait c'est que c'est juste à approuver les comptes ou sur un nouvel investissement c'est vraiment ça mais sur le day to day ça j'en ai pas vu beaucoup mais j'en ai une aussi par contre ou il y avait assez beaucoup de relation ça c'est j'ai l'impression c'est parce que l'entreprise pour lequel ils investissaient ne se comportait pas très bien et donc du coup déjà qu'il y avait des board trimestriels et là fin j'avais l'impression qu'il y avait vraiment beaucoup d'échanges beaucoup de relationnel la part du PE, dessus, était vraiment, on va dire était un peu plus dans l'apporteur de marché, ils essayaient d'ouvrir pour eux certaines porte pour pouvoir trouver des bon manager aussi pour pouvoir trouver des bons filons ça, c'est oui j'en ai vu aussi certains ou il y avait aussi beaucoup d'interaction

**Nicodemo:**

oui donc ils font vraiment jouer leur réseau sur sur ce type de business aussi

**Noki:**

exactement

**Nicodemo:**

et au niveau du PE, justement, est ce que si c'était un autre type d'investissement que le PE avec un énorme réseau etc est ce que ça aurait le même impact ? Sur les performances ?

**Noki:**

qu'est-ce que vous entendez par autre type d'investissement

**Nicodemo:**

je ne sais pas, si c'était uniquement un capital apporté par les banques donc voilà par rapport au PE par rapport au business .Buisnessangels Qui ont aussi eu des énormément de réseaux etc est ce qu'est ce que l'impact, on sent vraiment qu'il ya une énorme différence ?

**Noki:**

par rapport à la relation, vous voulez dire

**Nicodemo:**

non, sur le return en général

**Noki:**

sur le return euh oui et non

**Nicodemo:**

c'est une perception, ce n'est pas des chiffres

**Noki :**

ouais j'ai envie de dire oui et non parce que on suppose que si c'était les banques qui sont pas beaucoup j'ai envie de dire oui parce que une banque et tout sera juste, elle est pas beaucoup impliquée parce que du moment qu'elle a son argent à la fin c'est bon le PE lui et surtout fin le PE il a ce que le return soit super intéressant parce que en cas de revente ça serait plus intéressant pour eux que le return de l'entreprise sur lequel ils sont soit plus intéressant et je pense que si c'était un fond d'investissement là aussi ça aurait été différent étant donné que eux ils sont payés par rapport au management fees donc au management fees Donc du coup plus il y a du return plus ça sera intéressant donc en fonction de l'investissement de la structure ça sera différent, je ne sais pas si j'ai été assez claire ?

**Nicodemo:**

donc ce qu'il désire si le management est assez performant ou pas dans un investissement, c'est du diligent ou le fameux tableau de bord dont on parlait tout à l'heure ?

Lui:

ça je ne sais pas

**Nicodemo:**

ça ça va dépendre un peu et alors tout à l'heure, on parlait justement, le fait que quand les managers sont plus anciens ben, c'est mieux ils préfèrent est ce que ça veut dire ça fait partie d'une de mes questions, est ce que les compétences des managers sont plus importantes que les connaissances du secteur ou justement, c'est l'opposé ? les managements en place ont une grosse connaissance du secteur allé j'essaie un peu de comparer les deux, je ne sais pas si vous voyez où je veux en venir.

**Nicodemo:**

sur le bon fonctionnement ou alors les connaissances du secteur parce que le but, c'est de savoir s'il remplace les managers en place par des managers lambda, mais qui sont des managers géniaux avec des outils voilà fantastique etc et qui ont eu de grosses boîtes, mais qui n'ont pas spécialement de connaissance du secteur est ce que ça a plus d'impact qu'un manager qui est dedans depuis toujours qui a toujours fait ça qui est Dans le secteur qui le connaît sur le bout des doigts ? De nouveau, c'est de la perception.

**Noki:**

c'est moi impression est que oui et on va dire à ma connaissance oui ouais fin le manager la compétence du manager est plus importante, on va dire que la compétence du ouais du marché, je ne sais pas si

**Nicodemo:**

oui, du secteur du marché, c'est ça.

**Noki:**

ce que j'ai encore une fois j'ai eu une entreprise pour laquelle ils avaient un manager qui était compétent qui était là depuis longtemps qui était compétent mais justement pour le remplacer c'était quasi impossible parce que ce qu'il mettait en place n'arrivait pas à voir les même return même si il même si ils ont même si c'était un déplacement interne par exemple un manager qui était on va dire qui s'occupait de l'asie on emmène en Amérique latine les compétences étaient complètement différentes alors que c'est exactement le même secteur donc du coup sur ce cas là les compétences du manager étaient vraiment étaient beaucoup plus importantes

**Nicodemo:**

j'y reviendrais après c'est déjà arrivé de voir un management complètement incompetent ? Vraiment, on se dit là, c'est catastrophique, ça ne va pas, ça ne va pas le faire, il faut changer ?

**Noki:**

de ma position non dans ma position non, pas à ce que je me souviens

**Nicodemo:**

Dans quel cas le risque est le plus grand pour eux les investisseurs PE est ce qu'il y a des cas où on remarque de l'extérieur ouais là ils prennent plus de risques donc ils attendent un plus grand return etc. ou pas spécialement ça dépend.

**Noki:**

ça je ne sais pas dire

**Nicodemo:**

c'est trop vaste comme question.

**Noki:**

ça, je ne sais pas dire, mais peut être en dans les fameux investment paper ça certainement il y aura peut être plus d'info par rapport à ça, mais non ça, je ne sais pas dire.

**Nicodemo:**

et à la fin de ces investissements est ce que vous allez avec ces investissements en PE ils atteignent toujours leur objectif ou dans la plupart des cas, on sent vraiment que c'est quelque chose de maîtrisé ou ça dépend de nouveau cas pas cas allé, on imagine un peu les éléments macro pour lesquels on n'a pas d'emprise je vais dire le covid etc on ne parle pas de ça, mais on parle si tout est correct ils ont bien fait leur analyse de départ etc est que les objectifs sont souvent atteints ou

**Noki:**

j'ai pas l'impression parce qu'en tout ça, on va dire l'objectif annuel moi j'ai pas l'impression parce que j'ai quelques entités pour lesquels à chaque fois enfin à chaque fois qu'ils nous envoient les on va dire qui montre le return par rapport à chaque investissement et on se rend compte qu'il y a certains qui sont vraiment en négatif à chaque fois et donc du coup on se demande fin on se demande si c'est le management qui n'a pas en place n'a pas bien fait son travail ou si c'est le PE qui s'est juste un peu gouré dans le truc mais ça je sais pas dire mais souvent souvent quand on se rend compte qu'il y a des investissements qui marchent pas du tout quand comme justement celui dans lequel je vous parlais pour lequel il y avait quand même beaucoup d'échange pcq ils se comportaient pas bien à chaque fois on se rend compte

que a chaque meeting qu'il y a toujours des discussions pour savoir si par exemple l'entreprise aura assez de cash flow pour respecter les conventions de la banque parce que la banque avait demandé d'avoir j'crois un EBITDA sur dette de 3 quelque chose comme ça fin de débutant sur cette dette fine dette sur EBITDA j'crois 3 fin quelque chose comme ça, je sais plus trop, a chaque fois on se rend compte que l'entreprise la target doit pas falsifier les comptes mais doit essayer de retarder certaines dépenses ou bien d'avancer certains profits pour pouvoir rentrer dans ses clous-là et là on sait si c'est vraiment le PE qui s'est gouré à cause ou c'est les commis qui a changé ou si c'est le management, mais l'impression que j'ai, c'est qu'à chaque fois, il essaie fin d'arranger la chose quoi

**Nicodemo:**

ouais, il repousse l'échéance" en faisant des petits détours.

**Noki:**

Oui voilà

**Nicodemo:**

est ce que quand on dit que les objectifs ne sont pas atteints ça veut dire qu'ils sont quand même pas en bénéfice, mais en augmentation positive et on sent que c'est le PE qui a exagéré les qui ont mis des targets trop haut pour les managers ou alors non des fois, ils se sont complètement trompés

**Noki:**

oui oui des fois les deux deux cas on a l'occasion de voir les deux cas et des fois c'est carrément perte à chaque fois et ça c'est assez intéressant parce que le PE a chaque fois essaie de poser des questions pourquoi qu'est ce qui est normal et général et ils ont pas content des réponses du management par exemple je crois que c'était il y a 2 semaines il y avait un boum par rapport à ça et le management disait qu'il c'était à cause du covid ils savent pas voyager, ils ne savent pas faire de prospection sur le marché c'est ça tu te rends compte que le PE n'était pas content il dit c'est pas normal pcq maintenant tout le monde travaille de la maison il y avait un cas ou vraiment l'opérationnel disait que nous disait qu'il y avait un contrat qui est signé avec un peu je sais plus ou un contrat je sais pas combien de millions qui va arranger la situation financière mais ça fait plus d'une année que le contrat est sur la table pas signé à cause du covid et ce genre de truc le PE essaie de pousser pour que ce soit fait quoi

**Nicodemo:**

es ce que ça arrive toujours avec les mêmes sociétés de PE qu'il n'atteigne pas les objectifs ou ça n'a rien à voir? Fin, j'essaie un peu d'imaginer, on dit un peu toujours, ce sont les mêmes qui

**Noki:**

moi j'ai trois on va dire que j'ai trois, je travaille dans 3 structures + celle de corailie, c'est une société établie, ils atteignent toujours leurs objectifs, j'ai envie de dire et dans les deux autres, on se rend compte qu'il y a souvent des retours assez négatifs, et même malgré ça, ça n'empêche pas par exemple souvent le PE de rajouter de l'argent dessus donc du coup ça veut peut-être dire qu'ils ont toujours confiance en leur analyse.

**Nicodemo:**

oui, qu'ils sentent que voilà il y a eu quelque chose peut-être en moins à la base, ils se disent qu'il faut rajouter de l'argent parce qu'ils se disent, il va y avoir un retour quoi dont il arrive.

**Noki:**

exactement et non voilà ici on arrive un peu au bout justement, ils prennent des positions sur combien de temps parce que entre la théorie et la pratique, je vois qu'il y a beaucoup de différence, leur prise de position en moyenne ça dépend, ça c'est un chiffre théorique les gens disent 5 ans

**Nicodemo:**

c'est ça 5/6 ans

**Noki:**

mais je me suis rendu compte, une entreprise avec coralie qui a par exemple un fond d'investissement qui investit sur verisur il était sensée rester ils ont commencer je crois en 2016 si je ne me trompe pas et il était sensé rester 5ans apparemment et cette année 2021 au lieu de sorti de la target il l'on juste passé d'un fond à un autre donc pour pouvoir on va dire relancer le truc pcq ça marche tellement bien du coup en moyenne on va dire 5 ans mais quand ça marche bien il reste plus longtemps quoi

**Nicodemo:**

ouais ça sert à rien de revendre s' ils ont encore des target qui peuvent grimper

**Noki:**

oui qui peuvent grimper mais sinon j'en ai vu aussi j'ai deux autre client ou c'est genre 7ans +- 8 ou c'est 7ans oui j'ai certains client ou c'est un peu plus de 5ans mais après 7ans ça a été liquidé en profit et l'autre c'est celui donc je parle tout le temps maintenant c'est ou ça se passe mal mais il essaient de là il essaient de revendre ça mais c'est ouais entre 5 et 7 ans et c'est généralement pas moins

**Nicodemo:**

okok comment elles sont valorisée les société a la fin EBITDA, multiple, dette c'est un petit peut est ce qu'on sait ça est ce qu'on peut le dire c'est tjrs la meme chose qui revient ne c'est EBITDA, multiple on a pas vraiment de c'est pas on a pas de poid la dessus hein c'est le "marché" le multiples on décide pas torp

**Noki:**

ca je ne sais pas vraiment le dire ça de mémoire je sais pas dire.

**Nicodemo:**

non mais peut importe ca c'est aller j'ai déjà des retours c'est souvent ca qui revient ebitda multiple réduction de la dette le but c'est de retirer un maximum de de profit avant de sortir

**Noki:**

oui moi j'ai souvent entendu parler d'ebidta dans les sociétés dans les laquelle je suis mais j'ai pas envie de dire de bêtise

**Nicodemo:**

ouais ouais et oui c'est ca que je voulais poser tout à l'heure et ce que justement les manager c'est un plus d'être bon manager il faut savoir travaille avec une société PE ? Pcq c'est pas facile pcq il y a

certain manager qui arrive pas fin moi c'est un peu les retour qu'ej'ai

**Noki:**

ca je sais pas dire non

Fin de l'interview

## ANNEXE D : Interview du manager X

Au moment de l'investissement, quelle était votre position dans la société ?

**X:**  
quel investissement ?

**Nicodemo:**  
un des quatre, je ne sais pas si vous voulez parler des quatre séparément ou plutôt l'expérience au niveau des quatre investissements, vous aviez la même position ?

**X:**  
oui, j'ai eu la même position, j'étais manager d'un département

**Nicodemo:**  
oui donc ça a eu un très gros impact sur vous?

**X:**  
ça a eu un impact sur moi oui, en fait, j'étais actionnaire

**nicodemo:**  
oui et comment est-ce que vous avez vécu cet investissement ? Comment vous l'avez appris ? Est-ce que c'est vous qui avez engendré justement démarré ce processus est-ce que vous aviez des fonds ?

**X:**  
non, l'actionnaire principal est un particulier qui a un certain moment a voulu réaliser l'affaire et quitter et donc vendre ses actions et là le PE c'est une possibilité donc je savais qu'il était à la recherche, ça aurait pu être opérationnel

**nicodemo:**  
oui et donc c'était prévu et annoncé ou pas spécialement peut-être comme vous étiez manager

**X:**  
c'était pas prévu et annoncé mais on va dire cousu de file blanc, on se doute bien qu'un certain moment, un certain âge, un actionnaire qui souhaite se retirer si il n'a pas lui-même d'enfant qui reprenne, voilà c'est simplement une façon pour lui de réaliser de quitter l'activité à un certain âge.

**Nicodemo:**  
donc oui, vous le sentiez, vous saviez que ça allait venir, mais vous ne saviez pas quand et avec qui.

**X:**  
on ne savait pas qui et avec qui, ça pouvait être un opérationnel simplement, ça aurait pu être nous, ça aurait pu être un management on aurait pu faire autre chose, mais voilà, ça, c'est lui qui a décidé.

**nicodemo:**  
ça, c'est emboîté différemment et les nouveaux actionnaires, vous avez eu vous en tant que manager cadre vous avez eu des échanges comment ça se passe ? Les échanges avec eux ?

**X:**  
alors avant la vente les échanges, ce sont des présentations donc surtout d'audit de nos solutions technologique voilà moi, je suis plutôt au niveau IT donc ça a plutôt tourné autour de ça,

après la vente, après il y a le côté informel on va manger ensemble faut apprendre à se connaître et après la vente ça se résume essentiellement à des du reporting financier.

**Nicodemo:**

essentiellement donc tous les x temps ou une fois par mois ça dépend il devait avoir un aperçu mensuel

**X:**

oui, c'était trimestriel et bon, on se sentait bien pour eux ce qu'il comptait, c'était en fait, on savait très bien que quand ils nous achetaient, c'était pour nous revendre

**nicodemo:**

oui

**X:**

et donc ce qui compte c'est ben il faut s'occuper il faut à ce moment là qu'il y ait des multiples etc les marges soit préservé les multiples augmente ou reste au moins le même ça ça dépend par contre de l'économie mais les marges on pouvait pas y toucher les marges bénéficiaires on peut pas toucher et le CA devait

toute façon suivre un business plan ça, c'est clair donc tout le monde devait aller dans ce sens-là il y a eu quand même pas mal de coscoting

Donc voilà et de pousser pour avoir plus de business oui

**nicodemo:**

et donc au niveau opérationnel parce que là, c'est purement financier, il y a eu des changements ? Vous sentiez qu'ils apportent leur expertise ?

**X:**

il y en a eu très peu en fait ce qu'ils souhaitent eux, ils n'y connaissent rien, je vais dire ceux qui nous achète ils achètent autant des portes bagages que des sociétés qui font du surgelé, nous c'était plutôt des data et donc ils connaissent rien de ce qui est spécifique à notre secteur et donc, il voit une sorte de synergie possible entre deux ou plusieurs sociétés qui sont dans leur portefeuille là ils peuvent se dire, bien mettez vous en contact aller voir là bas parce que ça peut être pas mal, en gros si vous arrivez à faire du business, on facilitera l'opération voilà dans les faits ça n'a pas apporté beaucoup de fruits, sinon leur autre intervention c'était plutôt niveau branding ou image dépenser beaucoup d'argent pour retrouver un nouveau nom etc comme je vous dis c'est on relook la marque on se dit, d'un business existant comment est-ce qu'on va pouvoir avoir une autre image c'est sûr qu'on était une société a priori belge avec un nom a priori belge et se faire connaître sur le marché international c'était peut être pas notre stratégie, ils ont fait des choses mais enfin ça n'a pas apporté grand chose c'était sensiblement le même donc non il y a eu de mon point de vue, peu de valeur ajoutée à ce niveau là

**nicodemo:**

donc chez vous alors il n'y pas eu vraiment, vous n'avez pas senti quelque chose à part ces reportings que vous deviez faire

**X:**

chez nous, on a ressenti très clairement que c'est une pression énorme, c'est-à-dire qu'à l'avant, on pouvait faire un peu de recherche, de développement et se permettre de perdre un peu d'argent sur un contrat, en se disant que l'année d'après on en gagnerait, c'était plus possible.

**Nicodemo**

ouais les recherches et le développement ça ira quand ils auront revendu pour le prochain?

**X:**

oui exactement l'idée c'est on presse le citron on fait pas de chose qui soit pas rentable et voilà on va

jusqu'au bout et on se dit il y a toujours moyen de serrer le boulon un peu plus et donc par exemple, si jamais on perd un client il fallait d'office évacuer le personnel en prorata pour garder le même marge, donc pour eux c'était quand même très très claire que les marges devrait être préservées donc voilà ils avaient deux focus je crois préservé les marges et puis la croissance, ça c'était quelque chose donc voilà il fallait une croissance continue donc ça c'était assez agressif mais finalement, il ne faisait pas énormément de chose de ce côté là, c'était plutôt voilà vos objectifs c'est ça: comment vous allez y arriver pour les 10% en plus pour l'année ou 15% comment est ce que qu'est ce que vous allez faire?

**nicodemo:**

et justement, quand ils vous donnaient les objectifs, ils vous ont donné la durée de vie du rachat ou non ça, vous le saviez parce que vous connaissez ça ?

**X:**

on sait que les sociétés dans leur portefeuille, ce sont 3 à 5 ans. Donc ça, c'est la durée moyenne, c'est la durée de vie moyenne donc on sait qu'ont comme je dis on est en vente le lendemain de l'achat, si quelqu'un d'autre est prêt à racheter et qu'eux, c'est très simple, ils mettent un peu de capital pas tellement finalement le reste, c'est du LBO donc le reste, c'est des emprunts énorme

**nicodemo:**

c'est de la dette

**X:**

dont les intérêts vont être couverts par les bénéfices et ça, ça permet progressivement la croissance de se dire, comme quand on achète une maison on se dit j'achète aujourd'hui je sais que le marché va monter et je l'achète avec un taux relativement bas, mon loyer va ouvrir mon emprunt et in fine ils sont même arrivé à un certain moment les intérêts était tellement bas que on va remplacer du capital aussi un moment donc voilà infine pour eux c'est très très bien parce que ça leur a toujours permis de s'en sortir a deux ou trois fois la mise eux sur leur capital

**Nicodemo:**

ouais, d'office, c'est comme

**X:**

c'est des businessmen finalement nous, on est dans l'opérationnel, on a des idées, on travaille, mais in fine, ceux en restant dans leur bureau et en allant, en dénichant disons le client potentiel ou plutôt le dossier potentiel, ils arrivent à faire de très belles trouvailles

**nicodemo:**

Oui, c'est fou et justement l'audit, c'étaient eux ou c'était un externe ?

**X:**

ils se font toujours aider par des externes donc il y a tout un petit monde qui gravite tout autour de ça il y a des banquiers d'affaire évidemment il y a des experts dans la matière, des oui des experts en la matière il y a des avocats aussi oui aussi derrière tout ça il y a aussi un management parce que bon ce qu'ils veulent aussi éviter c'est d'acheter et que tout le monde partent et donc du coup tout ceux qui sont même un tout petit peu actionnaire, sont un peu pied et main liés à la boîte dans le sens où ils doivent émettre des billes et que s'ils partent les conditions de payer. Le seul goût de livreur comme on disait en rigolant, mais c'était la vérité, c'était la personne qui mourrait. Les pieds devant et donc tous les autres, c'était des bad livreurs et donc un badlivreur, c'est quelqu'un qui a mis de l'argent et qui, comme la société est tellement endetté si jamais il quitte on va lui dire mais oui tes parts ne valent rien parce que tu as acheté de la dette ce qui n'est pas faux, au contraire, donc il ya quand meme une pression, c'est vrai qu'il y une pression forte, c'est vrai quand quand eux réalise des plusvalue ben tout le management fait des plus values donc in

fine ça se passe pas mal, mais eu dans les détails pendant l'opérationnel il y a pas beaucoup d'exception et ce qu'il faut, c'est à nouveau pas les courbes qui les intéressent fondamentalement, dans mon cas ça n'a jamais été ça.

**nicodemo:**

et justement, c'est incertaines, c'est tabou, vous pouvez parler de ce qu'ils mettent en place ou qu'est ce qu'ils font à part l'aspect financier ? Vous donnez des parts peut être, où vous demander de racheter des parts comme vous avez dit.

**X:**

oui oui c'est ça, là il se font assisté eux même ils ont des schémas bien validés, qui évoluent je suppose c'est des sortes d'option d'achat et donc là ils vont beaucoup plus loin qu'une société pourrait faire en terme de d'ingénierie fiscale, parce que par exemple, ils peuvent très bien créer une société à l'étranger qui va détenir des options sur la société qu'ils ont racheté et puis ses parts de cette société là vont pouvoir être rachetées pour finalement pas grand chose par le management puisqu'on va acheter des parts d'une société, qui a des options et même une valeur zéro sauf qu'elle va exercer ses options qui elles ses actions valent zéro. Donc c'est des schémas d'ingénierie qu'une PME belge ne va pas chercher, ils ont des gros moyens, ils ont des relations dans le domaine de la finance de la fiscalité etc, mais international donc là, ça, c'est au fait leur vraie valeur ajoutée, c'est de c'est un rouleau compresseur, c'est dire voilà nous, on sait comment gérer les acquisitions, les reventes, je suppose, dans certains cas les fusions et il y a d'autres choses, je suppose, on attendait à une vente appartement comme on dit, d'être scindé en plusieurs business. Bon parfois, ils le font, dans notre cas ils l'ont pas fait donc ils ont aussi beaucoup de relation dans ces domaines-là. Donc eu par exemple, les 3 premiers achats se sont fait entre eux, donc ils ont revendu entre PE il ya PE1 qui achète qui revendra PE2 à PE3, qui lui, enfin revendra à un opérationnel, donc ça c'est assez impressionnant parce que ça veut dire qu'une fois que eux, dans leur porte feuille, clairement c'est des gestionnaires de porte feuille, c'est ça c'est de banquier, une fois qu'ils ont réalisés leur truc leurs affaires, leur multiple à eux sur leur capital, il va pas prendre de risque supplémentaire c'est pas pour ça que le business est mort, simplement il balance des trucs il va le revendre quelqu'un d'autre va le reprendre dans le futur et effectivement c'était chaque fois incroyable à chaque coup il y avait des gens qui partaient en disant ouais là on est très endetté et ça repartait pour un tour et enfin ça revenait à l'opérationnel, une société américaine qui avait pourtant participé au autre tour en temps que candidat et c'était pas décidé qui avait fini par payer tout je vais dire un peu la patate chaude qui a payé le double du rachat précédent qui lui même avait déjà payé 40% en + et ainsi de suite

**nicodemo:**

et est ce que ça, vous pensez justement que cette personne qui est arrivée, mais en disant que ça l'intéressait, elle savait qu'elle allait racheter plus tard parce que c'est quelque chose qu'on remarque, enfin moi dans la théorie, je remarque qu'ils arrivent qu'ils se portent candidat, certain l'annonce même, moi, je suis candidat, mais plus tard ou pas du tout non ? Ils sont venus puis ce n'était pas un moment opportun.

**X:**

je n'ai pas été dans ses conversations là-bas donc a priori, je sais qu'ils étaient présents au 3e tour, c'est tout, mais j'ai entendu, c'est tout. Je n'y étais pas j'étais pas dans les négociations, c'est des montants énormes donc.

**nicodemo:**

vous, vous avez senti comment votre position au sein de la société vous vous êtes senti comme un élément important ou vous avez senti toute façon, c'est tellement gros que moi ou un autre ou non ils ont

absolument besoin de moi ?

**X:**

ben eux ne il n'y a pas de relation vraiment personnelle donc eux, c'est à nouveau a mon niveau bah comme je dis tant que les chiffres sont bons, ils ne vont pas s'inquiéter, c'est tout voilà et c'est aussi simple que ça et donc moi, je suis resté tous les tours jusqu'à ce que ce soit l'opérationnel, parce que lui il a une vraie stratégie lui, il s'est dit voilà l'autre département ne m'intéresse pas et voilà, je suis parti. Les autres n'ont pas de stratégie opérationnelle enfin dans mon cas n'ont pas eu de stratégie opérationnelle donc ce sont APME de ça donc au début quelques questions vous faites quoi, etc. Et c'est quoi vos chiffres et vous allez donner vos chiffres chaque trimestre et puis c'est bon à part ça ca leur est complètement égal tant que les marges sont bonnes et que la croissance y est.

**nicodemo:**

objectif rempli

**X:**

c'est leur seul objectif, il faut pas se leurrer ce sont des des banquier, finalement ce sont des investisseur mais voilà, dans mon cas ce qu'ils les intéressent c'est ça et on sait très bien, si on achète pour revendre c'est une sorte de spéculation à nouveau, je fais le parallélisme avec une maison, vous cherchez pour revendre, je spécule, je vous dis le marché monte j'ai un montant en tête qui marche bien et avec lequel je sais que ma maison, en s'endettant à fond, je vais réaliser une plus value et je suis sûr que voilà c'est possible, tout le monde ne le fait pas même si on sait que c'est possible.

**nicodemo:**

donc leur recherche, c'est un manager qui, respect les objectifs fixé

**X:**

voilà, exactement, simplement, après, de façon enfin, je ne sais pas si c'est généraliser, le CEO était la seule personne en contact avec eux.

**nicodemo:**

le CEO, c'était un de chez eux?

**X:**

non c'était un de chez nous.

**nicodemo:**

c'était un de chez vous qu'ils ont fait passer CEO quand votre patron savait ? C'était la logique des choses où ?

**X:**

je ne sais pas, mais je crois qu'ils se sont dit c'est bien ils ont validé le choix et ça ca c'est avéré payant pour eux, le choix des chiffres était bon ils se sont dit on va le garder je crois que ca va moins bien une fois que la société est en perte de vitesse ou ne suis pas le business plan, à ce moment là il intervient de façon opérationnel, mais à nouveau je crois qu'ils ferment les yeux tant que les chiffres sont bon c'est leur seul objectif

**nicodemo:**

ouais c'est ça, mais ça je l'ai vécu dans d'autres entretiens je ne sais pas si ça vous intéresse, surtout quand ils reprennent des sociétés qui vont un peu moins bien. C'est tout le monde, on change complètement, ils

ne cherchent même pas à savoir etc là, c'est plus costaud.

**X:**

voilà exactement oui, on le sentait cette pression on la sentait on savait bien que derrière ça on était endetté de façon énorme, on avait jamais été endetté nous avant et donc voilà mais bon, après le regret que j'ai entendu du CEO c'est qu'on a fait, on a été bête parce que tout ces montages où tout ces gens qui on pris des plus value et toutes ces personnes ont pris des commission, y compris les banquiers, les banques ils ont vendu des emprunts il on pris des marges et donc il a fait à chaque fois une commission voilà donc tout ça, si le management avait été suffisamment, comment dire

**nicodemo:**

confiant ?

**X:**

bien sûr, c'est l'envie de faire grandir la boîte, c'est l'opérationnel plutôt que

**nicodmeo:**

bien sûr, c'est l'envie de faire grandir la boîte, c'est l'opérationnel plutôt que

**X:**

mais là, on voit qu'il y a une expertise, on n'aurait pu vendre, ne pas faire les trois ou les quatre PI fin non, c'étaient trois et puis la dernière vente donc voilà

**nicodemo:**

Et après recul ça de nouveau ça parle, vous le referiez ou vous feriez les démarches pour essayer pour voir s'il y a des possibilités ou pas ?

**X:**

je ne crois pas, ça effraie.

**nicodemo:**

ouais ben ouais

**X:**

je crois que tout le monde sait que voilà reprenez l'immobilier vous prenez une maison à 1M, je vais emprunter 1M et je vais mettre en location bah pas grand monde qui fait ça

**Nicodemo:**

bah non, oui, c'est effrayant.

**X:**

pourtant, c'est jouable, c'est jouable cette maison à 1million dans 20 ans, elle va peut-être valoir 2 millions, on en sait rien, on verra l'évolution des prix et voilà

**nicodemo:**

Si on vous le prête, c'est que votre banquier pense que c'est faisable en fin de compte, c'est peut-être une indication. Vous vous êtes resté en place suite à ces changements, mais il y a eu des remplacements dans des personnes comme vous avec des postes importants.

Vous avez senti.

**X:**

Beaucoup sont partis oui, les gens sont partis.

**nicodemo:**  
d'eux même

**X:**  
d'eux même

**nicodmeo:**  
ou eu on remplacer eux n'ont remplacer personne réellement

**X:**  
non, non tant que les chiffres sont bon donc non, non ils ne sont pas intervenu à ce niveau là

**nicodemo:**  
ok, ca c'est plutot une question par rapport à votre expérience, vous pensez après coup qu'en temps que manager le plus important c'est les compétences managériale ou les connaissance du secteur parce que finalement vous, vous, me dites ca a été purement financier, bien sûr ils ont un réseau comme vous dites, c'est des factures en interne si c'est possible, si il ya des synergies, mais vous, vous pensez que si aujourd'hui une autre société de PE arrive ils préfèrent quelqu'un qui a des compétence managériale ou quelqu'un qui est fort dan son secteur ? Un peu comme le CEO qu'ils ont remplacé, qu'est ce qui aurait été le plus important pour suivre leur directive pour suivre leur stratégie vous voyez où

**X:**  
non je ne vois pas où vous voulez aller parce que, eu dans le fond, il achète une société, ils n'achètent pas des managers. Ce sont des outils pour arriver à leur objectif, c'est tout à la limite la façon dont je gère mon département niveau de mes capacités managérial ou de mon expertise du marché dans mon secteur, j'avais, je pense les deux, je ne crois pas qu'ils m'ai jugé sur l'un ou sur l'autre

**nicodemo:**  
ouais, c'est l'objectif le plus important.

**X:**  
oui moi, c'est comme ça que je l'ai ressenti

**nicodemo:**  
donc vous n'avez pas spécialement senti avoir évolué avec ces changements, parce que vous aviez vos compétences vous aviez d'autres objectifs et en fait vous avez fait ce que vous saviez faire.

**X:**  
voilà exactement et aujourd'hui, c'est revendu à un opérationnel, il ne reste qu'un seul CEO sur le voilà sur le dernier sur 4ans tout le monde est parti tout les manager sont parti donc heu alors que pendant les 3 1er rachat tout le monde est resté sauf ceux qui ont décidé de partir alors si je sais pas ce qu'il s'est passé fin bon voilà on est plus en ligne et tout ca alor sje sais pas il y a les incisive qui joue les je sais pa sil y a d'autre chose il y a peut être simplement d'autre facteur satisfaction tchik et tchak j'en sais rien et donc in fine ça a quand même un peut permi à l'opérationnel d'absorber complètement une société et de remplacer tout le management si on voit les choses comme ça donc ça a pas été vraiment fin voilà je sais pas comment on doit juger ca peut etre que voilà c'est ca ca ne pousse pas à avoir une société familial sur la durée qui s'investit qui réinvesti qui a une ambiance cordiale ca pousse pas à ça

**nicodemo:**

qui vit son secteur, ce n'est pas ça n'a rien à voir avec ça ?

**X:**

je crois qu'objectivement en acceptant une offre PE, on vend un peu son âme, la société vend son âme au diable.

**nicodemo:**

c'est la phrase qui revient, on vend son âme ouais, mais bon comme vous dite lui en fin de compte le 1er propriétaire.

**X:**

lui, c'est fini

**nicodemo:**

ouais et donc les résultats finaux vous les avez cité tout à l'heure le multiple au minimum qui est resté identique, vous m'avez dit

**X:**

objectivement, ça dépend du secteur ce n'est pas la même chose, je ne sais pas dans la navigation fluviale que dans l'informatique etc il y a d'autres multiples, je ne pense que les paramètres c'est les marges bénéficiaires fin clairement EBITDA doivent continuer à croître.

**Nicodemo:**

mais les EBITDA qui découle de tout ça comme vous dites et donc réduction de la dette etc donc c'est un peu tout ça tout est embobiné, mais comme vous dites, c'est la marge en fin de compte, ce qui va dans leur poche

**X:**

c'est la marge et au fait qu'est ce qui a boosté tout ce marché, je pense, ce sont les taux d'intérêt si bas qui a permis de faire des effets levier plus importants

**nicodemo:**

Ouais énormément, il n'y a pas d'autres critères qui ont été utilisés pour vous ?

**X:**

non, non, je ne vois pas d'autre critère non parce que à nouveau le secteur, je pense qu'eux, ils achètent, ils diversifient leur portefeuille donc ils ne vont pas acheter 10 sociétés similaires, ils vont en prendre une dans chaque secteur, ils vont un peu comme ça, je me couvre de risque eux ce qui compte finalement, c'est un panier d'action, c'est ça.

**nicodemo:**

c'est diversifié.

**X:**

et eux, ils investissent eu même, ils veulent un return, ça, c'est comme ça que ça marche, là qui passe chaque année un nouveau tour et ils reprennent de l'argent et ils doivent réinvestir, ils doivent acheter, il ne peut pas rester de cash, c'est ça ils sont obligé d'acheter dans un au fait dans un marché qui est très inaccessible quand on voit les choses, tu comprends?

**Nicodemo:**

c'est ça.

**X:**

effectivement si nous management, on allait chez Fortis, on leur disait tiens, il nous faut je suis pas sûr qu'avec leur feuille de salaire leur fiche de salaire, il nous l'aurait donné

**Nicodemo:**

ouais

**X:**

par contre PE qui dit moi je vauX milliard j'ai x milliard d'investissements et je vous donne du business et si vous travaillez pas avec moi je vais aller autre part ben il a une influence

**nicodemo:**

là, il y a un retour.

**X:**

voilà et en plus il peut négocier les taux, il peut dire moi, je prends, mais je prends 400 millions et a 1% même si les taux du marché sont peut-être à 2, je ne sais pas, mais ça, c'est pas voilà donc je crois que là ils ont une force qu'on a pas alors que les investisseurs institutionnels et tout ça, ils ont accès à des marchés auxquels même un manager n'a pas vraiment accès

**nicodemo:**

ouais c'est clairement ça, c'est le réseau, c'est ce qui fait leur plus-value comme vous disiez.

**X:**

c'est leur plus-value.

**nicodemo:**

on arriver à 30 min pour vous il y une question ça va ou vous avez 30 minutes pile

**X:**

non ça va il n'y a pas de réunion qui suit immédiatement

**nicodemo:**

ok bah alors vous m'avez répondu partiellement tout à l'heure aurait il été similaire sans l'intervention du PE leur expertise ben dans le fond niveau opérationnel oui parce que ils ont rien fait niveau opérationnel ils ont juste mis le l'argent si ça avait été quelqu'un d'autre à leur place qui avait mis les mêmes objectifs ça aurait été la même chose

**X:**

un autre PE vous voulez dire?

**Nicodemo:**

un autre PE ou une autre forme de capitaux qui était venu chez vous est-ce que ça aurait été la même chose pour vous ou quand même pas

**X:**

non, je pense pas à nouveau un opérationnel comme on dit, c'est différent lui, il va vraiment chercher la synergie celui qui a acheter, il a dit bon écoutez nous, on a des clients, on est +- dans votre marché dans votre secteur, mais pas la même chose, on a des clients qui seraient intéressés par vos produits et vice-versa et donc là il y a un réel

synergie qui peut se créer, on va vous dire, on a développé à nouveau en IT on a développé telle technologie, on va pouvoir fusionner nos technologies par exemple.

**Nicodemo:**

c'est ça.

**X:**

donc, là, on a trouvé telle et telle solution offshore et donc là ça aurait été différent

**nicodemo:**

oui, il a peut-être rouvert le département R&D

**X:**

oui exactement

**Nicodemo:**

c'est autre chose, c'est un autre type de façon de faire ben non et puis finalement qu'est ce que vous retirez alors de ces expériences pour vous dans l'ensemble positif négatif.

**X:**

bah il y a les deux hein heu il ya a nouveau on vend son ame et en échange on reçoit de l'argent voilà on peut voir ça comme ça donc heu la société a perdu son âme reelment pcq tout la flamme si j'ose dire l'enthousiasme créatif ect bah a c'estestopé et en même temps c'est peut être un processus de croissance normal aussi hie on peut imaginer que la plupart des boites style startup a un certain moment dans leur croissance auront besoin de se professionnaliser d'être plus rigoureux d'avoir des objectifs pls financier ect et donc en se faisant on perd un peu...

**nicodemo:**

là l'âme de la boîte de départ

**X:**

oui voilà et en même temps bon pensons a apple et tout ça et en même temps ben les actionnaires bah forcément profite de l'enrichissement de la société

**nicodemo:**

oui surtout une fois qu'elle est arrivée à un certain niveau, il récolte ils font plus que récolter

**X:**

voilà oui

**nicodemo:**

Même s'il y a toujours des investissements, mais bon

**X:**

bah ce n'est pas toujours la même chose pcq mais bon heu en un sens un schéma et après, c'est peut-être il y a pas que ça, pour le société familial il y a peut être pas 100 000 solutions non plus, là l'actionnaire principale, il avait acheté cette société enfin il avait +- créer, mais il l'avait acheté 20 ans plus tôt donc en 20 ans il n'aurait pas pu là garder ce n'était pas possible il était même obligé d'une façon ou d'une autre à sortir

du jeu voilà donc dans ce sens-là, je ne peux pas critiquer le processus pour lui, il y avait différentes possibilités si ça avait été un opérationnel, il lui aurait pris un opérationnel donc voilà à nouveau le management n'était pas suffisamment éduquer comme vous dites pour gérer un, achat pareil quoi

**nicodemo:**

c'est ça oui, il faut ouais ok, je comprends moi de mon côté, on a fait le tour, c'est super précieux ce que vous m'avez dit, je ne sais pas si vous avez des demandes particulières, vous m'aidez grandement dans l'avancement de mon mémoire et si en retour vous avez besoin de quelque chose ou vous avez des questions?

**X:**

non je ne suis plus vraiment dans le secteur, je suis dans l'humanité maintenant à voir j'investis dans les start-up donc c'est un autre domaine donc non, je n'ai pas de question particulière

**nicodemo:**

super écoutez un grand merci pour le temps que vous m'avez accordé

**X:**

et bien, je t'en prie, bonne chance pour le mémoire et la fin des études et à l'après aussi

Fin de l'enregistrement

## **ANNEXE E : Interview du professionnel X**

**X:**

Ce que tu dois comprendre quand on dit PE il y a beaucoup de type de PE, il n'y en a pas que un comme tu dois savoir il y a ce qu'on appelle PE NBO du capital moi je travaille sur du PE turnaround, du retournement, donc en fait cette question quelles sont selon vous les critères les plus importants dans l'investissement de PE, tu dois te retourner à la philosophie du fond private pour lequel tu travailles par exemple un venture capital tu devras te poser des questions qu'on pourrait prendre sur beaucoup de paramètres, un paramètre géographique, un paramètre je dirais de positionnement est ce que tu vas prendre 80% ou juste 30% ou 15% de participation, c'est la philosophie de fond que tu dois te poser la question, mais évidemment les critères les plus importants ceux là c'est toujours des critères économiques. La logique d'un PE c'est de faire un investissement qui doit te donner 30 ou 40% de ROI, donc de retour en investissement dans les 4 ans au minimum donc si tu fais un discounting de 40 en 3/4 ans ça te fait un revenu net par an de 10/12% donc ça dépend moi sur la première question je dirais selon moi et les critères de mon fond c'est clairement des critères de adéquation avec la philosophie du fond donc typiquement ça doit être une entreprise en difficulté qui a eu des difficultés managériale mais qui a une bonne image de marque soit des clients privilégiés soit qui a déjà des investissements ou déjà des actifs existants importants et qui est prête à se faire acquérir à raison de 70 ou 80% ou clairement elle est prête à vendre ses actifs pour les restructurer dans une autre entité.

**Nicodemo:**

Ok, mais ça, c'est propre au turnaround et à ton fond justement à toi

**X:**

Le fond de turnaround pour lequel je travaille oui

**Nicodemo:**

Moi la 1er question elle est plus globale comme le titre le dit c'est vraiment savoir l'impact sur le management les critères.

**X:**

En turnaround, le management est plutôt clé en fait si tu penses, c'est que je prends 3 quadrants du PE mais par exemple un venture capital le management n'est pas très important parce que ce que tu vas faire

c'est parier, investir 1 m d'€ dans 20 sociétés, qui sont en train d'inventer un truc et tu sais que de ces 20 sociétés, les 2 tiers ne vont pas fonctionner.

Mais quand elles ne vont pas fonctionner, c'est clairement parce que le management n'est pas expérimenté ou que le produit qu'il voulait mettre en place n'est pas bon, il n'a pas été accepté par le marché ou la recherche sur un développement et ça fonctionne pas, donc ce n'est pas tellement important, donc ça, c'est si tu prends vraiment le ventur capital.

Par contre, si tu prends du LBO ou du management buy out là, le management est clé et en turn around pareil, ce qui va se passer dans un fond de turn around c'est que tu vas racheter la société, tu vas mettre des managers que toi, tu connais qui vont totalement faire un changement de 360° sur la société.

Nicodemo:

Mais donc dans le cadre d'un turnaround par exemple j'oublie un peu les questions, c'est à quel pourcentage ?

C'est à 100% des fois, c'est de "la faute des managers" si justement la société fonctionne mal et donc on en change.

**X:**

Probablement, oui, normalement, le plus souvent, c'est toujours la faute du manager.

Sinon ils ne seraient pas dans cette situation, mais normalement, ce qu'il se passe de ce que j'ai vu, soit une société qui allait très mal à cause d'un problème managérial et

tout et quand toi, tu viens la seule chose que tu fais, c'est que tu remplaces littéralement le management existant et t'en met un nouveau, comme ce management existant n'a pas un passif historique, il fait ce qu'il veut donc il ne va pas avoir de problème à virer des gens.

Il ne va pas avoir de problème à changer des habitudes qui étaient déjà existantes.

Par contre par exemple tes un PE très diversifiés et t'investis à 10/15% dans d'autres entreprises, t'as très peu d'opinion on s'en fou, enfin pas qu'on s'en fou de toi, tu vas participer ok dans des débords et tout ça, mais tu auras une force très faible

**Nicodemo:**

Donc ce sont de grosses décisions stratégiques qui vont être prises avec vous peut-être mais pour la suite on laisse gérer les managers

**X:**

Les décisions stratégiques tu les auras avec des fonds LBO ou des fonds de turn around et je dirais que les plus stratégiques c'est un fond de turn around on fait ce qu'on appelle du distressed et quand tu fais du distressed ça veut dire que tu achètes des choses et tu sais que personne n'est capable d'en faire quoi que ce soit tu as donc beaucoup de latitude d'influence.

Donc je continue, l'impact de vos actions sur le management est significatif ?

Donc oui, il est très significatif par rapport à un apport.

**Nicodemo :**

Quels sont les conseils à apporter au manager en place.

**X:**

On n'a pas de manager en place, quand tu vas venir pour que le deal ai lieu, il va y avoir les managers en place ce qu'il va se passer, c'est que tu vas redéfinir leur fonction, donc oui le changement est radical et pourquoi ? Simplement parce que c'est un distress l'entité que tu acquiers n'est pas en position de force donc en soit tu fais ce que tu veux et ils ne sont pas en position de force, ils ont des problèmes de liquidité, ils sont en quasi-faillite les investisseurs sont fatigués, ils veulent vendre ou simplement partir parfois. Ces acquisitions d'entreprise qui sont quasi en faillite et qui sont sous mandat judiciaire, tu vois la situation sont très différente

Au départ d'un deal, passez-vous plus de temps à étudier la partie financière de l'entreprise ciblée ou la gestion de cette entreprise, pouvez-vous nous développer votre présence ?

Sur ça, moi, je dis clairement 50 50.

Donc vraiment ce qu'on va faire, nous, c'est qu'on va faire un nouveau plan financier et on va demander au manager s'il le voit qu'il est viable ou pas et vice-versa, les managers vont donner des objectifs et nous, on va essayer de donner un plan financier et d'expliquer voir si c'est viable ou pas.

Il y a des modélisateurs en Excel etc donc on sait faire des plans financiers et comme dans le turnaround il y a un peu cette veine entrepreneuriale, dans le sens où comme tu fais vraiment une refonte de toutes les procédures et process, c'est comme si tu pars de 0, tu achètes les actifs que t'avais envie. Donc, voilà, j'ai répondu moi, je dirais vraiment 50 50.

Moi quand je prépare ce qu'on appelle un investissement mémo je dois vraiment me concentrer sur mes livrables qui sont un plan financier en format excel et après je pourrais prendre certaines feuilles je pourrais mettre dans ma présentation powerpoint c'est une note stratégique, elle va clairement expliquer, il y aura vraiment une analyse stratégique dedans et managériale, tu vas clairement dire quelles sont tes phases transformatrice, tu vas aussi faire des analyses de force tu vas aussi parlé structuré le deal dire voilà c'est qui votre nouveau manager, c'est qui votre nouveau je ne sais pas quoi et un peut redéfinir les

responsabilités et les obligations de chacun

**Nicodemo:**

Qu'est-ce que les investisseurs en PE recherchent chez les managers à la suite d'un investissement ?

**X:**

En fait, il y a des investisseurs en PE, ils s'intéressent très peu au manager parce qu'ils veulent savoir si c'est un bon manager ou pas, mais un investisseur s'intéresse plutôt à la rentabilité du projet.

En fait l'investisseur certains veulent être là, dans la prise de décision, mais d'autres pas du tout. Ils veulent juste que leurs argents fructifient et ils vont juste se concentrer sur ça.

En gros ceux qui recherchent ça chez les manager, c'est des managers de leurs réseaux c'est souvent les investisseurs en PE sont souvent eux-mêmes manager d'autres sociétés et donc quand on propose des managers, c'est un réseau petit donc des fois, c'est même des managers qu'ils vont proposer

**Nicodemo:**

Ça en fait, c'est pour découler sur une deuxième partie de mémoire, est-ce que les compétences managériales sont plus importantes que la spécialisation d'un manager dans un secteur spécifique

**X:**

Ca c'est une très bonne question, moi je vais te dire ça dépend très fort de la psychologie de la PE, nous par exemple dans le fond pour lequel je travaille, on dit qu'on est spécialisé dans le retournement et parce que on est spécialisé dans le retournement, on est multi-secteur, on a pas de problème sur les secteurs, mais je sais que d'autre fond pour investir un truc ils vont chercher le top manager dans ce secteur.

Donc je vais te dire ça dépend et souvent en turnaround tu vas prendre un manager de turnaround qui lui a des directives de turnaround et à force, il va mettre un vrai manager opérationnel du jour le jour

**Nicodemo:**

Toi si tu dois donner un avis personnel tu penses que c'est plus important d'avoir des compétences managériales et d'être bien suivi justement par vous derrière ou alors non? Être vraiment spécialisé dans le secteur d'un autre côté tu estimes que si vous êtes en turnaround le manager était peut-être spécialisé dans le secteur déjà et pas compétant

**X:**

Parce qu'on est un turnaround nos compétences sont très différentes, je vais te donner un exemple nous, on va arriver et on va dire, on donne plus de ristourne ou donne plus de promotions, on change complètement de fournisseur, on commence à négocier tout.

Alors qu'un autre manager va dire non, on ne fait pas comme ça historiquement moi, je n'ai pas fait ça et ça fonctionne aussi, mais nous, c'est ça la différence, c'est que nous on change les choses de façon radicale. Et après quand le truc fonctionne ce qu'il va se passer, c'est qu'on va mettre un manager opérationnel au jour au jour et l'entreprise va grandir et là le nouveau manager va être content.

**Nicodemo**

Qu'est-ce que les investisseurs en PE recherche chez les managers à la suite d'un investissement ?

Est-ce que les avantages d'avoir un management très compétant dans le secteur ou d'avoir un management plutôt à l'écoute sachant gérer une entreprise dans ce cas un consultant ayant une grande connaissance du marché pourrait-il combler ce manque ?

**X:**

On ne prend pas de consultant parce qu'en fait, on agit comme consultant en tant que tel donc on n'a pas de consultant, c'est nous les consultants et le manager si tu veux, c'est un méga gros consultant donc il va vraiment faire un changement.

Est-ce que c'est plus avantageux d'avoir un manager compétent dans le secteur ou plutôt à l'écoute, donc le deuxième plutôt à l'écoute sachant gérer une entreprise ?

**Nicodemo:**

Oui, c'est par rapport à la philosophie du PE fin de votre.

**X:**

Dans notre truc il y a une première phase, c'est la phase d'acquisition puis après il y a la phase de reprise et s'il faut vraiment un manager turnaround spécialisé dans ça.

Après lui, il va former un manager ou une CEO sera par là et lui finalement, il deviendra le CEO et le manager en turnaround partira son mandat prendra fin à ce moment-là.

Comment faites vous lorsqu'un management doit être mis en place et doit être changé, quels sont les éléments clés et critiques de ces actions ?

Cette question est très importante et là, je pense qu'il faut le dire, c'est propre au turnaround comment faites vous lorsqu'un management doit être mis en place ou doit être changé ben on le fait et comme t'es en position de force les autres ne dise rien en fait, c'est ça, tu le fais et ça fait mal, c'est radical, c'est des

changements très radicaux qui sont mis en place.

Quel est l'impact sur les objectifs finaux ?

Ils sont respectés.

Quels sont les éléments clé et critique des actions ? C'est qu'il peut y avoir clairement des conséquences sociales, dans le sens qu'il peut y avoir des licenciements, il peut y avoir des cassures de relation long terme entre les investisseurs ect

**Nicodemo:**

Les employés, oui, c'est ça

**X:**

donc voilà il y a vraiment une refonte du processus organiale

Nicodemo:

Ça a beaucoup évolué, car on voit à la période actuelle où les employés sont tellement protégés etc est ce que ça vous met des bâton dans les roues ? Ou pas spécialement ? C'est comme ça et pas autrement ?

**X:**

le covid a clairement eu un impact négatif sur l'activité, parce qu'il y a un peu la protection des sociétés, donc clairement le covid a protégé les entreprises en faillite et je dirais plus que les protéger elle les a mis en stand by, sachant que, les faillites dégringolent et en fait ben nous ça nous a pas permis d'avoir le nombre qu'on aurait voulu d'acquisition ou de transaction si tu veux

**Nicodemo:**

J'ai vu que j'avais répété deux fois la question.

**X:**

Ah oui très bien donc heu voilà et heu non et après ça doit rester confidentiel

Fin de l'enregistrement.

## **ANNEXE D : Interview de Pierre Petetin**

**Nicodemo:**

si il y certaines choses de confidentielles maintenant que ca enregistre n'hésitez pas à me le dire et moi je le retirerai au moment de la rédaction, je vais vous faire une brève présentation de mon mémoire donc en fait le but c'est de connaître l'impact de PE sur le management en place donc qu'est ce que ça implique sur le manager comment est ce qu'ils le vivent etc et d'en tirer des conclusions à la fin de mon mémoire, donc moi j'ai fais quelque chose de très théorique jusqu'ici et là c'est le moment de comparer la théorie avec les faits voilà grace a des expérience comme la vôtre j'essaie d'aller plus loin pour en tirer des conclusion

**Petetin:**

ok très bien

**Nicodemo:**

donc ben voilà, on peut commencer directement pour moi, vous pouvez me parler un peu de vous vous avez vécu ces investissements, vous pouvez m'en parler de votre position à ce moment-là

**Petetin:**

alors donc je l'ai vécu 1x donc j'étais le directeur financier d'une filiale en france d'un groupe anglais qui était coté à londres et ce groupe s'est rendu compte que notre business ne faisait plus parti de leur corp business et donc ils ont décidés de nous vendre d'abord alors 1er il y avait une question est ce que ca vient de loin c'était sans être absolument explicite on sentait bien qu'on faisait plus partie du corp business on sentait bien qu'on les intéressait plus en tant que directeur financier j'ai eu l'occasion d'aller à londres et il a fallu que je demande à rencontrer le directeur financier du groupe ce qui était la preuve que je ne l'intéressait pas alors que dans toute mes expérience précédente je faisais partie d'un pool de directeur financier au top ils nous connaissait tous et là donc c'était assez claire qu'on faisait plus parti de leur cur de métier et que le jour ou ca a été annoncé ca ne nous a pas surpris alors j'essaye d'me souvenir si ca a été annoncé que a moi et mon patron je crois que ca a annoncé globalement

**Nicodemo:**

a donc d'un coup

**Petetin:**

oui

**Nicodemo:**

ce n'est même pas que les personnes allaient les manager ou les

**Petetin:**

peut-etre avec un minimum mais je veux dire en 1semaine, la chaine était defaite j'ai eu parfois du mal a travailler avec des anglais mais toute cette periode là s'est plutot bien passé avec les anglais vous verrez que j'ai une experience positive de ce qui c'ets passé avec ce PE alors que j'ai de nombreux amis pour qui ca s'est mal passé d'accord donc on essaiera de comprend pourquoi qu'est ce qui a bien fonctionné chez nous qu'est ce qui a mal fonctionné dans d'autre cas le goupe anglais a commis une enorme erreur c'est interessant parce que il ya des conclutions à tirer il a vu qu'il y avait 5 de leur activités qui faisait plus

parti de leur corp business, ils se sont fait un paquet avec les 5 et on vend les 5 d'un seul coup ça va simplifié l'approche la démarche ça va être plus pro etc et j'y reviendrais c'est une énorme erreur parceque ça casse le prix, parmi les 5 activités il y avait nous qui faisons un très bon résultat 3 activités très profitable et 2 activités beaucoup moins profitable et avec notamment des risques, certaines activités heu nous on faisait beaucoup de profits mais on avait quelques incertitudes dans le futur donc tout ce qu'ils vendaient, quelque chose qui était compliqué constitué de 5 activités qui n'avait rien à voir les unes avec les autres

### **Nicodemo:**

j'allais vous demander:

### **Pétetin:**

et leurs points communs c'était d'être un répertoire de données nous c'était des informations, mon métier c'était VIDAL et c'était je sais pas si vous avez entendu parler de Vidal en France c'était un gros bouquin où il y avait tous les médicaments avec toutes les indications et les médecins s'y référaient évidemment depuis on est devenu digitaux mais donc nous on était une base de données de médicament mais les autres activités c'était des données sur les horaires d'avion des choses comme ça donc à part le fait qu'on était des bases de données sur le business on avait rien à voir ce qui fait qu'il allait jamais trouver un acteur unique ce qui fait qu'ils ont eu beaucoup de mal à vendre et ils ont vendu à un très bas prix à un fond d'investissement qui effectivement était le seul capable d'acheter d'un seul coup 5 activités différentes et qui décide de valoriser chacune de ses activités mais c'était du boulot c'est qu'ils ont fait observé c'est ce qui a justifié un prix assez bas voilà donc mais c'était aussi la promesse d'une énorme plus-value puisque vous alliez revendre ces activités non pas à un fond d'investissement mais à un industriel intéressé par ces activités par chacune d'entre elles donc il y avait un processus de vente du BM de ces activités et puis ensuite on a été passé sous la responsabilité dans la propriété du fond d'investissement qui s'appelait ELECTRA qui était un fonds d'investissement anglais donc anglais anglais et qui a quand même gardé en tout cas dans les 1er temps la même organisation c'est-à-dire UBM avait pris ces 5 activités et les avait mises sous la responsabilité d'un manager unique d'accord ? Avec un directeur financier unique ok et donc Electra a racheté ces 5 activités et dans un 1er temps à garder ce management unique, mais évidemment en sous-supervision de leur propre équipe ok ? Alors c'est intéressant parce que le directeur financier des 5 activités donc vous voyez, il y avait ces 5 activités, il y avait un patron un directeur financier et une petite équipe ce directeur financier a été jugé insuffisamment compétent pour gérer un fond d'investissement il était bon c'était un brave type prêt à se défoncer mais ils ont considéré qu'il n'avait pas les compétences requises et ça c'est un point important quand j'avais 54 ans j'ai cherché du boulot et j'ai rencontré j'ai fait beaucoup de réseaux et un moment j'ai rencontré un fonds d'investissement un fonds d'investissement qui m'a dit oui oui nous d'ordinaire on prend les équipes et on les garde et j'ai dit ah bon même le directeur financier ah oui oui on les garde et puis bon après on va compter il a pris ses 10 dernières acquisitions et sur ces 10 dernières acquisitions il avait viré 6x le directeur financier c'est-à-dire qu'il n'avait pas de compétence particulière pour être le directeur financier dans un fond d'investissement et donc si vous avez finalement moi j'ai été racheté donc je sais pas si ça s'était reproduit si j'avais été gardé mais le fond d'investissement il a besoin quand même d'avoir un directeur financier ayant certaine compétence particulière il ne s'en était même pas aperçu mais effectivement sur ces 10 dernières acquisitions le directeur financier était parti soit spontanément soit remplacé soit etc etc par un homme à lui qui effectivement connaissait bien le système du fond d'investissement je sais pas si ça peut être un chiffre intéressant parce qu'il a été obligé de compter de reprendre ses 10 dernières acquisitions pour dire telle acquisition telle acquisition ah ben oui finalement un peu plus tard et d'ailleurs sur les 5 acquisitions il y a 3 directeurs financiers qui ont disparu il y en a deux qui sont restés jusqu'à la vente finale parce que il fallait certaine adaptation certain peut-être un état d'esprit quelque chose en tout cas statistiquement intéressant de ce dire il y a c'est pas n'importe quel directeur financier faut certaine chose.

**Nicodemo:**

et ces compétences, vous savez les citer ?

**Petetin:**

je vais on va essayer d'y réfléchir quand je vais rentrer un peu dans le détail du job et en quoi mon job a changé donc voilà pour le contexte alors la 1<sup>ère</sup> chose qu'a fait le groupe elctrac'est sur ces 5 activités c'est de mandaté un audit dans l'espoir d'enos faire réduire nos ocup puisque ça évidemment vous comprenez bien que finalement le prix de revente c'est un multiple c'est un EBITDA c'est un multiple d'accord donc évidemment le fonds d'invst va essayer de jouer sur le l'EBITDA sur le multiple et donc c'est évidemment la chose qu'il faut comprendre vraiment avoir en tête donc pour jouer sur le bidat ils ont mandaté de s'auditer pour que nos résultats soit le plus élevés possible ce qui avait de bien dans ce fond d'invst c'est que la chose était claire l'objectif était ils nous revendent au meilleur prix donc une réunion budgétaire auquel j'avais l'habitude vous présenter l'avancement de votre business vos stratégies ou vous voulez en venir comment vous alliez positionner vos nouveaux produits etc c'était ça eux pas du tout comment on vous vendrait à qui et le plus cher possible et dans un certain nombre de cas j'ai vu des décisions prises dans cet objectif de revente qui n'aurait pas été prise si sur une vision de long terme on y reviendra parce que c'est intéressant je dis pas que la décision était mauvaise soit le métier que vous faites il faut pas perdre de vue l'objectif que vous avez et donc leur objectif c'était de rendre et évidemment ils ont demandé d'acheter des actions, tout ça a commencé par un travail de paprasserie ou effectivement on nous a fait acheter des actions heureusement au même prix qu'eux finalement à prix voilà pour ça qu'on soit sûr le même cheval mais à partir de là c'était très compliqué parce que il y a tout un encadrement juridique qui est complexe sur ce que vous avez le droit de faire de pas faire si vous vous faites virer parce que vous avez fait des erreurs ou parce que si vous partez vous êtes obligé de revendre vos actions fin il y a toute une paprasserie tout un cadre qui juridique qui n'est pas insurmontable mais contraignant pas inquiétant ou contraignant

**Nicodemo:**

juste ils ont pris combien de % de part 100%?

**Petetin:**

oui enfin 100% - ce qu'ils nous ont demandé de prendre

**Nicodemo:**

c'est ça 100% moins vos actions à vous les directeurs managers et haut placé

**Petetin:**

exactement et surtout ils ont emprunté beaucoup donc je ne sais pas ils ont emprunté quelque chose comme 80% et 20% de part

**Nicodemo:**

c'est ça c'est un LBO un gros endettement à la base.

Petetin:

exactement voilà et donc 1er chose qu'ils ont fait, c'est un audit nous tout en donnant l'apparence d'aider ou à beaucoup résistés, j'avais un patron qui était quand même assez incontournable certainement vraiment pour parti dans la bonne performance du business c-a-d le genre de type quand vous êtes le fonds d'investissement vous hésitez à déboulonner pcq vous avez peur que le business s'effondre derrière

**Nicodemo:**

il respire la boîte quoi.

**PETETIN:**

voilà c'est ça donc très incontournable donc effectivement tout n'étant dans le bateau etc il y a certains nombre de chose qu'il voulait pas faire et donc sur cet audit il ont été finalement très déçu pcq finalement nous du n'apr ton a pas été des collaborateurs excellents ils ont pas été très bon je me souviens d'une équipe qui était venue en me disant vous avez un département d'administration des ventes ou il y a 4 personnes vous pourriez le faire en 3 personnes je dis bon très bien c'est vous qui le dites et quand vous venez avec des arguments comme ça bah vous êtes quand même très court et donc, il ont pas gagné grand chose d'autant plus que on avait déjà initié un certains nombres de chose, je vous ai expliqué qu'on était un dictionnaire physique papier et dans le cadre de la transition vers du digitale ben en fait on avait des plans de réduction de nos équipes notamment dans ce secteur éditorial impression etc qui était important donc avait fait ce travail là et donc si ont pas pu beaucoup argumenté sur ces sujets là donc 1er chose à faire ils ont fait ça 2e chose ils ont quand même beaucoup changé mon job c'est très amusant d'être dans un certain job et d'un seul coup l'environnement change les contraintes change c'est les mêmes gens etc mais les règles du jeu changent c'est très amusant vous êtes à la fois dans une zone de confort et en même temps dans une zone d'inconfort qui est challenging, challenging donc c'est pour ça que bien plus et notamment sur la trésorerie, alors la trésorerie est devenu un sujet énorme pcq à cause de l'emprunt, l'emprunt était à du 9% c-a-d ma performance mon EBIDAT était impacté d'un intérêt à 9% donc effectivement dès que j'avais un peu d'argent je remboursais alors j'ai fait énormément de progrès en matière de trésorerie en matière de prévision d'accord et puis en matière de gestion en matière de prévision il avait en place un tableau excel qu'il appelait le 13week donc 13 semaines dans lequel chacune de nos filiales pcq j'ai oublié de vous dire VIDAL c'était un groupe j'étais le directeur financier de la filiale France mais aussi du groupe qui comportait une filiale en Allemagne en Espagne en Hongrie en Pologne et une filiale en Russie ça c'était le groupe et chacune de ces

filiales remplissait une fiche excel 13weeks et tout ça était consolidé techniquement assez beau c'était intéressant pourquoi 13weeks je sais pas et honnêtement un très bon outil c-a-d que vous aviez les comptes client/fournisseur charges sociales les encaissements les décaissements et ça vous donnait tout donc très simple mais ça vous l'aviez semaine/semaine chaque lundi on comparait la prévision qu'on avait fait le lundi d'avant etc etc et puis cette prévision l'écart était soit repercuté soit enregistré et c'était un outil très très puissant pour gérer les filiales d'un groupe sa propre société et ce 13weeks c'était alors j'ai pas tout à fait continué à le faire après mais pcq la trésorerie était devenue moins intéressante mais la notion de semaine était très intéressante donc mise en place de ce 13week et avec un call hebdo sur ce truc là et je vous parlais également de la gestion de la trésorerie au sens où je me suis vite rendu compte que d'abord une chose qui m'ont surpris prêter de l'argent c'est pareil à sa maison mère c'est pareil qu'inverser des dividendes sur les plans du cash puisque c'est une chose qui ne m'était pas du tout apparue qui vous paraît peut-être évidemment mais après les années je me suis rendu compte qu'effectivement si je prêtais de l'argent à ma maison mère je transfère du cash de la même manière qu'esi je distribuais dividendes la seule chose il y avait des effets résultats derrière différents pcq voilà et donc c'était une surprise ça c'était un () l'autre domaine sur lequel je me suis nettement amélioré c'est les encaissements pc en fait vous pouvez l'achèvement différé des règlements de fournisseurs et c'est dégeulasse c'est malsain vous en mettez dans la panade des qui peut-être ne le méritent pas pour avoir été soi-même mis dans la panade par des mecs qui on m'expliquait que comme ils avaient pas encaissé de leur propre client il pouvait pas voilà

**Nicodemo:**

ils ne pouvaient pas vous payer.

**Petetin:**

je vais dire ça c'est pas la bonne façon de faire du cash c'est la façon la plus facile mais c'est pas la bonne façon la bonne façon c'est évidemment dans les contrats de négocier des conditions et surtout d'encaisser les créances aux clients et les encaisser en temps et en heure et donc j'ai diligenté une étude et un en fait un de mes amis avait une boîte de conseil sur ces sujets et j'ai demandé de venir m'aider et puis j'ai compris notamment une chose quand vous facturez et qu'on doit vous facturer et ben c'est pas con, 1 mois 1/2 après d'envoyer un petit mot en disant vous avez bien tout normalement votre facture est due à cette date est-ce que tout est ok dans votre système etc de faire une relance extérieure le coup de la relance intérieure c'est un truc que vous connaissez peut-être mais en tout ça moi j'ai appris ça et validé et souvent le type dit non le service a toujours pas envoyé on a pas eu on attend le bon de commande etc et donc ça vous permet de un minimum d'être payé en temps et en heure vous pouvez pas exiger d'être payé en avance, mais au moment où vous attendez l'argent et que l'argent vient pas et que à ce moment là vous détectez qu'il y a des problèmes ah ben on conteste la facture ah ben il y a eu tel chose etc vous êtes sûr que vous êtes en retard donc j'ai transformé le travail de mes comptables calculer leur compétence différemment sur la qualité balance client en fonction de leur ratio overdue etc il y a des indices qui sont bien meilleurs que même le DSO

DSO est un indice qui mesure une balance client en fonction de ce que ça représente en fonction du chiffre d'affaires ça représente 3 mois de chiffre d'affaires ou 2 etc, mais la qualité d'une balance client, elle se mesure plutôt dans son ratio overdue et total parce que tout ce qui est overdue par définition, c'est parce que vous vous êtes laissé entraîner même si vous ne pouvez pas maîtriser certains clients. Donc ça a changé beaucoup mon job de ce côté là autre élément qui a beaucoup changé c'est que mon patron et moi on était l'interface quasiment unique du fond d'investissement le fond d'investissement venait 1x/mois au alentour du 10, moi je devais rédiger un narrative le 5 du mois et donc on reprenait toute les pages du narrative le 10 et puis on réglait un certain nombre de sujets mais mon patron avait décidé c'est qu'on était les interfaces quasiment unique sur certaine présentation budgétaire on faisait monter les commerciaux d'abord parce qu'ils étaient bons et c'est important que le management en ait conscience qu'ils les rencontrent et d'avoir certains par ailleurs certains étaient actionnaires aussi c'est mon patron qui avait choisi qui serait actionnaire donc lui faisait parti du membre des managers ça aussi ça a changé parce que j'ai pris une position d'interface je suis devenu plus l'interface qu'avant cela dit c'est quelque chose de tout temps j'ai été directeur financier de filiale et ce travail d'interface j'étais assez bien armé pour fin expérimenter rarement il n'a été aussi loin avec un travail d'équipe très proche avec mon général manager l'expérience a été bonne notamment grâce au général manager qui avait du poids parce que il est arrivé que le groupe nous dise non le budget est pas assez haut si vous êtes pas capable on trouvera des gens qui eux en seront capable on a eu ce type de discours mais bon ça nous faisait sourire intérieurement parce que mon patron savait bien que le virage allait impacter le business et il avait pas l'intention de me virer donc puisqu'on fonctionnait bien ensemble et donc voilà on laissait dire et à tel enseigne l'année à laquelle on a été revendu alors c'était 3 ans plus tard c'était amusant parce que quand Electra nous a racheté le top management d'Electra est venu et puis a expliqué qu'il avait une vision valorisante de leur actif etc etc très vite on a compris qu'il voulait nous vendre donc tout ça nous a également fait sourire

petite anecdote, on a eu un dîner avec le top management j'étais à côté du grand manager et vers le milieu, j'ai eu un geste malencontreux, j'ai renversé la bouteille de vin sur sa cravate voilà donc on en rit encore vous avez des questions ?

**Nicodemo:**

non moi si vous avez le temps moi c'est super intéressant

**Petetin:**

je vais essayer d'y consacrer une heure mais n'hésitez pas après il y a eu l'année avec les activités ils ont commencé à les vendre et puis ils ont été très successful pcq il avait pas acheté très cher, il ont commencé à faire des plus value assez intéressant pis le management ancien le responsable d'activité qui est passé de la boîte anglaise au fond d'investissement qui coordonnait les 5 acquisitions le directeur financier nouveau qui remplaçait le directeur financier précédent et puis qui était un type qui avait une grosse expérience en matière de fond d'investissement qui d'ailleurs a été très bon techniquement il a fait des docs calcul il y avait une complexité chez nous pcq il y avait une maison mère qui détenait etc fin fallait d'abord convertir les parts combien de

part ça fait la filiale pour savoir combien nos 3.2% représentaient au top niveau fin, c'était des calculs très compliqués qu'il a très bien fait et je ne critique pas du tout, et même sur sa façon de fonctionner à la décision qu'a prise le fond d'investissement de remplacer le précédent qui par ailleurs était humainement très bon.

Je pense que c'était une bonne décision au vu de business je vous parlais de décisions qui ont été prises et qui n'aurait pas été prise dans un autre cadre en fait on avait 5 filiales Allemagne Espagne Russie Hongrie Pologne la Hongrie c'était un tout petit pays ça il fallait vendre ça rapportait pas rien c'était plutôt des ennuis la Pologne quand vous vendez une base de données de médicaments en tout cas c'était ma perception la taille du pays influe énormément vous créez une base de données vous la maintenez c'est énormément de travail et si vous la vendez bcp c'est comme ça que vous faites de l'argent si c'est un petit pays il y a 5 hôpitaux vous allez la vendre à 5 hôpitaux vous allez pas gagner d'argent.

**Nicodemo:**

vu que les coups restent les mêmes.

**Petetin:**

exactement la Hongrie 7 millions habitants la Pologne 60 millions +/- très en retard sur l'évolution digitale on a décidé de vendre puis il y a la Russie là c'était évident me semble-t-il que c'est un genre d'actif que vous gardez pcq un jour ou l'autre la Russie va se réveiller sur ces sujets, la Russie était encore très très pauvre etc et puis le système hospitalier la Russie investissait dedans vous vous disiez à terme pas pas dans les deux ans pas dans 5 ans mais dans les 10 ans voilà et là le fond d'investissement a dit on vend on vend pcq tout ce qui pose problème tout ce qui dépasse c'est un sujet et ça fait baisser le prix ce qui fait qu'on a vendu la Russie la Pologne la Hongrie leur idée et je crois qu'elle est très juste c'est en effet si vous avez dedans des activités que vous devez expliquer qu'il y a des problèmes etc vous faites peur à votre investisseur, plus vous envoyez un message que c'est une entité simple à manager unique et plus le prix est meilleur de la même façon qu'une personne achète plus facilement une maison qui est nickel qu'une maison avec des travaux même si il y a une décote ou alors il faudra une énorme décote. Donc c'était ça leur perception probablement exacte donc ils ont vendu tous les problèmes, tout ce qui aurait exigé des pages dans le rapport de diligence ds contrat etc et en Russie des soupçons de dessous de table comment vous vendez aux hôpitaux etc donc tout ça on a vendu mais à mille prix pcq ça impactait pas l'EBITDA ça faisait pas beaucoup de résultat donc on perdait pas en EBITDA et donc on s'en est débarrassé par contre ça a énormément amélioré le multiple de la même façon que la marque Vidal en France connue et très puissante etc en Espagne et en Allemagne etc cette marque était assez peu connue il a fallu qu'on renomme les filiales pour les appeler VIDAL etc pourquoi parcequ'il fallait apparaître le plus possible comme un ensemble

**Nicodemo:**

oui une entité forte

**Petetin:**

une entité forte sur une marque forte donc des décisions prises pcq l'objectif était de vendre pas pcq l'objectif était de maintenir une activité forte tout en se disant s'il faut revenir

en russie ben on reviendra ce qu'on vient de vendre peut être, on le rachètera dans 10 ans sur d'autres cieux ça fait du sens, c'est à ce type de décision que je faisais référence tout à l'heure, on a pris un certain nombre de décisions qu'on prit parce qu'il fallait vendre au meilleur prix

**Nicodemo:**

pcq, c'est un fond de PE qui vous a racheté

**Petetin:**

exactement et que l'objectif, c'était de nous revendre le plus cher possible donc fallait habiller la mariée du mieux possible sans tricher ça n'est pas tricher, c'est juste réorganiser pour simplifier ce qu'on allait vendre et faire quelque chose de plus chère l'autre chance que j'ai eu grava mon patron, ils n'ont pas pu tricher la dernière année il y a eu effectivement bcps de débats, c'est quoi le plan qu'on... C'est le mémo le pavé qu'on prépare pour attirer des éventuels investisseurs, c'est un truc assez vendeur donc Dans lequel vous dites voilà vous êtes leader dans votre marché tac tac puis ensuite vous montrer vos courbes de chiffre votre business model les produits que vous avez ça et vous fournissez généralement des forecast donc sur ces forecast la c'est le 1er doc après on rentre en due diligence vous remplissez la data d'info des questions se posent il y a des logiciels très puissants qui permettent de poser question pour pouvoir y répondre et de stocker l'info et donc toute la question allait être de nos forecast lesquels on allait mettre évidemment le groupe voulait qu'on mette les forecasts les plus élevés possible et nous on savait bien que toute façon on serait on nous demandait de les faire donc il ya eu des séance de bras de fer entre eux et nous sur le thème ah non mais vous êtes trop bas trop prudent pierre et vincent vous êtes actionnaire vous aussi si vous fournissez des forecast trop pessimiste vous y perdrez tout autant voilà donc ils en étaient plus à nous dire si vous y arrivez pas on trouvera quelqu'un d'autre

**Nicodemo:**

oui, on arrivait à la fin.

**Petetin:**

oui voilà donc il y a eu cette année ou on a rencontré des acheteurs potentiels c'est vraiment nous qui avons fait l'essentiel du boulot eux le faisait en amont mais toutes les presentations c'était nous sans nécessairement la présence de la société tt ça était piloté par eux en particulier une fille qui parlait français qui était assez bonne qui intervenait sur les échanges voilà qui reprenait le tableau il y a eu plusieurs discussions d'acheteurs prix à un peut monté et est arrivé à une zone assez satisfaisante et comme c'était déjà il avait vendu la 2e 3e on était les 4e à être rachetés ril avait bien bien gagné leur vie sur le précédent et finalement on a eu un prix très intéressant avec une bonne plus value et on a été rachetés par un investisseur japonais M3INC Japan c'est une société spécialisée dans le web à destination des médecins hors que nous on est un acteur en France en tout cas très important du web à destination des médecins pcq quand les médecins cherchent un médicament sur le web ils arrivent souvent sur notre site internet donc tout l'aspect recherche de médicaments draine énormément de trafic donc la grande spécialité de M3 qu'est ce qu'on fait de cette information comment on valorise les contacts qu'on a avec les médecins eux ça les intéressait fortement de racheter cette activité ensuite je suis revenu je suis repassés à un mode de fonctionnement beaucoup plus habituel pour moi c-a-d avec une maison Mère normale ou le cash était devenu beaucoup moins important même à l'époque des Anglais, ils avaient beaucoup de cash.

**Nicodemo:**

un cadre de travail plus normal un cadre de travail moins sous pression sur 5 ans court terme, il faut absolument ça etc

**Petetin:**

voilà l'histoire de notre fonds d'investissement est ce qu'il y a de question que vous posiez est ce que ça répond à vos questions ?

**Nicodemo:**

c'est ça, c'est super intéressant, vous avez répondu un peu à tout et c'est surtout des déductions par rapport à ce que j'ai eu dans les autres interviews donc le PE réellement, il va lui, il pose des objectifs, il attend des résultats par rapport à ces objectifs s'il a besoin de changer quelque chose, il le changera s'il n'y a pas besoin de le changer pour atteindre ses objectifs, il ne le changera pas.

**Petetin:**

je ne dirais pas comme ça, il a quand même comme objectif de vendre le plus cher possible donc tout ce qui peut lui permettre d'améliorer le prix, il le fait.

**Nicodemo:**

c'est ça, mais je veux dire au niveau managérial s'il n'a pas besoin de changer vous à votre poste, vous allez atteindre les objectifs, il n'a pas besoin de vous changer.

**X:**

oui mais en effet l'estimation la valorisation qu'il fait du management si il considère que le management à bien compris et est capable de faire les chose bien il va pas le changer par contre si il considère que manager n'est pas capable pour x ou x raison c'est l'exemple que je vous donnait du directeur europe monde plutôt puisqu'il avait certaine activité au canada celui là ils l'ont gentillemerment remercié mais c'était dur mais ils ont considéré qu'il avait les compétences tout le reste y était mais il n'avait pas l'expérience d'un fond d'investissement ils avaient besoin de quelqu'un qui en ai vraiment l'expérience et quand je vois la façon dont les choses se sont passées a la fin notamment sur tout cet aspect documentation negotiation je dis oui il avait pas il aurait pas eu autant d'efficacité qu'a eu son remplacement sincèrement

**Nicodemo:**

et donc vous pensez ça, c'est un peu une de mes questions final justement les compétences, mais moi, je le prends comme les compétences managériales vous-même si vous aviez un autre poste vous pensez que c'est plus important d'avoir les compétences pour travailler avec un fond PE ou être calé dans son secteur dans son domaine ? Quand vous êtes racheté par un fond PE

**Petetin :**

je pense que c'ets difficile de dire ce qui est plus important que mais je pense que si vous connaissez très bien votre secteur mais que vous etes incapable de travailler avec le fonds ca va pas le faire il faut que vous sachiez adapter votre facon de travailler a l'objectif du fonc c'est a dire que quand vous connaissez très bien votre secteur vous n'avez pas forcément en tete de vous vendre dans 3 mois ou dans 3 ans vous allez dire je connais très bien mon secteur donc je veux garder la russie pour vous donner un exemple

**Nicodemo:**

non mais c'est le c'est un des meilleurs exemples que vous pouvez me donner avec la russie, c'est maintenant, ils suivent leur business modèle le but, c'est la rentabilité à ce niveau-là

**Petetin:**

oui voilà le but, c'est le prix même la rentabilité enfin, je dis la rentabilité au sens que quelque part le but, c'est le prix de vente, ils veulent le meilleur prix et comment on fait? On vend à des investisseurs des gens

qui sont capables de payer non pas le prix de l'activité, mais le prix de l'activité + la synergie qu'ils vont créer avec leur propre business d'accord ? Donc surtout ne pas vendre à un autre fonds d'investissement on le fait parfois mais quand on est obligés mais pour vendre cher si vous mettez sur un papier mes objectifs pour vendre cher il faut que je vise un acheteur que ce métier interesse si possible deux ou trois qu'il y ait une compétition et qu'il y en ai 2 qui se disent je suis entrain de laisser partir quelque chose qui me ferait croire donc il faut quelqu'un qui soit capable de payer non seulement le prix vrai le prix incluant les synergies les améliorations etc donc l'acheteur est absolument fondamental deuxièmement il faut vendre un truc simple parce que dès qu'il y a des trucs compliqués ça fait baisser la valeur alors là c'est ce qu'il me disait rien mais je veux bien les croire dès qu'il y a des trucs compliqués risqués parce que dès qu'il y en a on me dit s'il y a 70 % de chance que ça marche 30 % que ça ne marche pas au mieux je paye 70 d'accord ? Caricature c'est le risque donc il faut que je dérisque un maximum il faut que je monte mon EBITDA de l'année que je démontre que je suis capable de faire cet EBITDA si j'ai fait 100 l'an dernier je peux et avec un multiple de 10 je peux demander 1000 parce que c'est 10x 100 si j'ai fait 70 et que j'exige 1000 à ce moment là ça veut dire que ça me fait un multiple de 13 ou 14 donc c'est la raison pour laquelle ils font un EBITDA aussi haut il faut améliorer l'EBITDA rapidement parce que c'est la preuve qu'on est capable de faire et donc le multiple s'applique sur quelque chose de vraisemblablement donc c'est quelqu'un qui connaît très bien son activité c'est génial c'est utile mais si il ne peut pas s'adapter à ce type de raisonnement ben il n'y arrivera pas et c'était le cas de mon directeur financier monde et c'était le cas aussi des 6 directeurs financiers dont me parlait le directeur d'un fond d'investissement dont je vous ai parlé au début c'était des gens qui étaient très bons dans leur domaine très bons pour gérer des équipes mais qui n'ont pas su s'adapter au mode de penser etc chose que j'ai mieux su faire

**Nicodemo:**

oui, c'est ça, c'est se réinventer et

**Petetin:**

oui, c'est se réinventer, c'est aimer la nouveauté.

**Nicodemo:**

et s'adapter à son environnement, environnement qui change, c'est compliqué

**Petetin:**

exactement

**Nicodemo:**

vous parliez justement d'EBITDA ça revient au multiple, vous disiez augmenter le multiple, mais il dépend vraiment des éléments macro mais c'est, c'est plutôt une question à part de mon mémoire c'est plutôt quelque chose qui m'intéresse est-ce que vous avez un poids dans ce multiple ? Ça ne dépend pas de vous du macro ? Du secteur

**Petetin :**

et ben oui bien sûr ça dépend du secteur et du macro quand on a démarré, on avait une forte activité papier et digital ce qu'on se disait, c'est que l'activité papier avait un multiple de 4 alors que le digital avait un multiple de 10 ce qui fait qu'à un moment le management anglais nous a dit est-ce que ce ne serait pas malin de vendre séparément les deux activités ? Parce que pour éviter d'avoir un effet d'illusion parce que quand

vous avez une partie de l'activité à 10 et l'autre à 4 ça veut dire qu'en moyenne vous êtes au mieux à 7 et puis alors on a travaillé. peut séparer deux activités etc finalement on a conclu que c'était impossible parce que les deux activités tapaient dans la même base de données donc il fallait qu'on vende l'activité à un acheteur et l'autre à un autre acheteur il fallait qu'on contractualise la base de données et qu'il y ait une équipe qui travaille pour les deux c'était beaucoup trop compliqué en revanche il y a d'autres moyens

d'améliorer le multiple d'abord d'accélérer la transition vers le digitale ça ça amélioré fortement notre multiple toutes ces histoires dont je vous parlais d'avoir une activité simple c'est pas directement le multiple mais c'est quand même lié si vous êtes dans une activité avec un multiple de 10 mais si vous avez un portefeuille de produit qui est compliqué etc ben on va plutôt vous valoriser à 9 si par contre si vous avez quelque chose de très simple et qui tombe bien pile dans la case on va vous valoriser à 11 donc vous voyez bien sûr que le multiple dépend de l'activité mais quand même vous pouvez être dans la fourchette haute ou basse en fonction des décisions que vous pouvez prendre voilà c'est pour ça que je vous parle de la Russie parce que c'est un très bon exemple vous pouvez aussi et c'est ce qu'on a fait en accélérant de toute façon on allait le faire on avait senti qu'il fallait accélérer la transition digitale mais c'est je pense qu'il y a beaucoup de sociétés qui ne sont pas que sur un domaine et qui donc en jouant sur les investissements doivent arriver à se positionner où le multiple est le meilleur

**Nicodemo:**

et justement à ce niveau-là parce que quand vous dites toutes ces petites astuces est-ce que si ça avait été un autre fonds qu'un fond de PE est-ce que ça aurait changé quelque chose ? Déjà pour vous pour le prix de vente sans doute, mais pour vous ? Est-ce que ça aurait changé beaucoup ?

**Petetin:**

qu'est-ce que vous avez en tête comme autre fonds ?

**Nicodemo:**

je ne sais pas peut-être un ou même un autre privé qui aurait racheté ? Vous êtes resté dans la boîte après que le fond de PE ait changé ai-été racheté ? Ai-été rachetée

**Petetin:**

alors le fond de PE a acheté les parts de la société et les a revendues.

**Nicodemo:**

c'est ça et quand il leur a vendu vous êtes resté là encore longtemps ?

**Petetin:**

bien sûr

**Nicodemo:**

le fond japonais ?

**Petetin :**

bien sûr

**Nicodemo:**

est-ce que vous pensez que si le fond japonais avait racheté au moment où il a la place du fond de PE ? Vous voyez ?

**Petetin:**

oui oui je vois bien si la société anglaise avait réussi à vendre directement au Japonais donc à sauter les étapes PE en fait j'aurais eu une transition beaucoup plus simple je serais passé d'un univers de directeur financier filiale à un univers de directeur financier de filiale d'un groupe coté même si chaque groupe a sa personnalité le groupe japonais en question a des côtés un peu bizarres mais bon, c'est de l'adaptation, la marge, pas un bouleversement aussi gros que quand on était un PE

**Nicodemo:**

je lis un peu pour voir mes questions, on a fait le tour, on a parlé de beaucoup de choses Non est ce que vous il y a d'autres choses qui vous viennent à l'esprit?

**Petetin:**

pour répondre à ta question le système ah oui ce n'est pas très intéressant, mais il y a une question, le système d'investissement, a-t-il été modifié ? Oui moi j'y ai beaucoup gagné parceque j'avais un incentive une partie fixe une partie variable donc la partie variable était fondée sur le resultat et la partie fixe sur des projets etc donc la partie fixe me bloquait puisque j'atteignait 100% de cette partie la mais bon puis le groupe anglais le PE à exigé que la totalité de mon bonus soit variable et en plus l'a fortement augmenté pour etre certain que je soit beaucoup plus encentivé sur le resultat parcequ' ils avaient vraiment envie que nous soyons très incentivés sur le resultat comme je vous disait, vous faite un bon EBITDA le passé parle pour le future et donc il est vraisemblable pour un acheteur potentiel donc ils ont mis en place des systèmes incentive pour s'assurer que le management soit capable de faire les EBITDA prevus et donc ca a beaucoup augmenté mes primes

**Nicodemo:**

l'importance, c'est que vous soyez en phase avec eux absolument et ça, ils vont jouer avec vos bonus le fait d'atteindre les objectifs et ils ne sont pas avarés sur les bonus, ils estiment que si vous avez ces objectifs et ces possibilité bien gagner votre vie ben vous allez le chercher

**Petetin:**

et qu'effectivement ça sera l'intérêt de tout le monde et d'ailleurs le à la fin, c'est quand même nous qui faisons le travail de vente du business donc ils ont intérêt à ce qu'on soit bien alignés sur ces objectifs

**Nicodemo:**

et en quelques mots alors pour qu'est ce qu'ils vous ont apporté si vous devez dire ça en quelques mots? Ils vous ont apporté d'autre objectifs, une autre vision?

**Petetin:**

qu'est-ce qu'ils m'ont apportés ? De la variété j'adore la variété ils m'ont apporté une ils m'ont rappelés que finalement c'est important de bien comprendre cette variété cette vision differente de la meme chose le fait que les objectifs ne sont pas les memes et que il faut garder en tete les objectifs du moment c-a-d qu' on a changé d'objectifs de raison d'être quelque part et ben chaque chose devait etre pondérée en fonction de ca et puis il faut se ramener à cet objectif là on voudrait garder la russie pour toujours je voudrais pas abuser mais aussi pour des raisons sentimentales on connaissait bien l'équipe russe on avait été souvent à Moscou etc ben non l'objectif c'est le prix de vente donc revenir à l'objectif 1 revenir à l'objectif 2 l'objectif est changeant en fonction de l'environnement et 3 finalement ben c'est amusant juste pour dire j'ai eu je me souviens d'un collègue directeur financier qui cherchait du boulot en meme temps que moi à l'époque dont je vous parlais il était rentré dans une filiale d'un fonds d'invest et là le fonds d'invest avait demandé de tricher sur ces chiffres donc parmi les choses que je pourrais dire c'est que j'ai eu de la chance d'avoir un fonds d'invest qui faisait preuve d'honnêteté

**Nicodemo:**

en tout cas un grand merci pour vos informations elles sont super précieuses si je peux faire quelque chose en retour n'hésitez pas.

**Petetin:**

non non c'est intéressant j'aime bien raconter des histoires pour tout vous dire je suis a la retraite depuis 1an mais VIDAL va dire que je peux pas laisser comme ça qui veut dire que je cummule emploi retraite je travaille 2jours/semaine chez vidal tout en continuant a tout en étant en retraite donc voilà j'ai pas de demande je vous remercie pour votre proposition ...

fin de l'enregistrement.

