

L'impact du Private Equity sur les performances des sociétés en portefeuille

Mémoire réalisé par
Augustin CAPRASSE & Laurent CLERBOIS

Promoteur(s)
Thierry PERCY

Lecteur
Mikael PETITJEAN

Année académique 2017-2018
Master en Sciences de gestion/Ingénieur de gestion

Avant-propos

Nous voudrions tout d'abord témoigner notre plus sincère gratitude à notre promoteur, Thierry Percy, pour sa diligence témoignée tout au long de notre travail : sa disponibilité, ses conseils avisés, mais surtout de nous avoir permis de rencontrer des professionnels du Private Equity belge.

Ensuite, nous aimerions remercier les professionnels qui ont pris le temps de répondre à nos questions et de partager leurs connaissances et opinions. Sans leur contribution, notre étude n'aurait pu trouver son essence. Nous aimerions remercier tout particulièrement :

- **Xavier Coirbay**, Membre du Comité Exécutif de la Sofina
- **Arthur Delesenne**, Associate chez Core Equity Holdings
- **Wolfgang de Limburg**, CEO et Managing Partner de Ergon Capital Partners
- **Pierre Demaerel**, Secrétaire-Général et Membre du Conseil d'Administration de la Belgian Venture Capital & Private Equity Association (BVA)
- **Arnaud De Vos**, Investment Manager chez Fortino Capital
- **Gilles Samyn**, Président du Conseil d'Administration de la CNP et Managing Director de Frère-Bourgeois

Enfin, nous voudrions remercier nos familles, nos parents en particulier, ainsi que nos amis pour leur aide et encouragements.

Résumé

Le but de ce mémoire est de déterminer l'impact des fonds de Private Equity sur les sociétés dans lesquelles ils investissent en comparant la littérature aux avis d'une douzaine de professionnels du monde du PE belge. Nous avons émis les deux hypothèses suivantes : i) les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille au cours de la période de détention, et ii) les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille plus que celle des entreprises comparables au cours de la période de détention. Notre conclusion est que :

Le Private Equity a un impact positif sur les sociétés dans lesquelles il investit. Non seulement, le Private Equity améliore les performances des entreprises en portefeuille, mais il leur permet surtout de surperformer leurs pairs en i) instaurant un modèle de gouvernance qui aligne les intérêts des investisseurs et du management, en mettant en place un suivi régulier et critique de la société et en favorisant la création de valeur à long terme, et en ii) faisant bénéficier les entreprises en portefeuille de son expertise, surtout en termes de M&A.

Mots clés: Private Equity, Performance, Leveraged Buyout & Professionnels belges

Table des matières

Avant-propos	I
Résumé	II
Table des matières	III
Table des Figures et Tableaux	VI
INTRODUCTION	1
Chapitre 1. Introduction au mémoire	1
Chapitre 2. Scope du mémoire	3
Chapitre 3. Interviews	5
Chapitre 1. Le <i>business model</i> d'un fonds de Private Equity	6
1.1 Introduction à un fonds de Private Equity	6
1.2 Raison d'être du Private Equity	8
1.2.1 Emergence de la société en commandite	8
1.2.2 Avantages du business model du PE	10
1.2.2.1 Point de vue des investisseurs	10
1.2.2.2 Point de vue de la société cible	11
1.3 Rôle des commandités	14
1.3.1 Lever des capitaux	15
1.3.2 Identification et exécution des transactions	15
1.3.3 Supervision et soutien des sociétés en portefeuille	17
1.3.4 Désinvestissements	17
1.4 Stratégies d'investissement	18
1.5 Type de transactions	19
1.6 Caractéristiques des entreprises	21
1.7 Revenus d'un fonds de Private Equity	22
1.8 Caractéristiques des investissements en Private Equity	23
1.9 Mauvaise réputation du PE	25
Ce qu'il faut retenir de ce chapitre	28
Chapitre 2. Introduction au marché du PE en Belgique	29
Ce qu'il faut retenir de ce chapitre	33
PARTIE 2.	34
ANALYSE DES RENDEMENTS ET	34
DE LA PERFORMANCE	34
Chapitre 1. Analyse du rendement des fonds de PE	36
1.1 Mesures traditionnelles des rendements	36
1.1.1 Multiple du Capital Investi (MCI)	36
1.1.2 Taux de rendement interne (TRI)	36
1.2 Mesures de décomposition du rendement	37
1.2.1 Le value bridge	37

1.2.1.1. Manquements du value bridge	39
1.2.2 La création de valeur guidée par les marchés.....	41
1.3 Etudes empiriques sur la décomposition du rendement.....	42
1.4 Décomposition du rendement selon les intervenants	45
1.5 Comparaison de la littérature et des avis des intervenants	48
Ce qu'il faut retenir de ce chapitre	48
Chapitre 2. Amélioration réelle des performances ?	50
2.1 Revue de littérature	51
2.1.1 Analyse de la première hypothèse : évolution des performances au cours de la période de détention	51
2.1.1.1 Etudes américaines confirmant la première hypothèse	51
2.1.1.2 Etudes européennes confirmant la première hypothèse.....	54
2.1.1.3 Etudes américaines ne confirmant pas la première hypothèse	56
2.1.1.4 Etudes européennes ne confirmant pas la première hypothèse.....	56
2.1.1.5 Conclusion	57
2.1.2 Analyse de la deuxième hypothèse : comparaison aux performances de pairs.....	58
2.1.2.1 Etudes américaines confirmant la deuxième hypothèse	58
2.1.2.2 Etudes européennes confirmant la deuxième hypothèse	60
2.1.2.3 Etudes américaines ne confirmant pas la deuxième hypothèse	62
2.1.2.4 Etudes européennes ne confirmant pas la deuxième hypothèse ...	63
2.1.2.5 Conclusion	64
2.2 Avis des professionnels du Private Equity en Belgique.....	65
2.2.1 Modèle de gouvernance	67
2.2.1.1 Alignement des intérêts.....	67
2.2.1.2 Œil critique et engagement actif.....	68
2.2.1.3 Passage d'une vue à court terme à moyen et long terme.....	70
2.2.2 M&A.....	71
2.3 Facteurs clés de la création de valeur	73
2.3.1 Choix de société dans laquelle investir	73
2.3.1.1 Littérature	73
2.3.1.2 Avis des professionnels	74
2.3.1.3 Comparaison.....	76
2.3.2 Management.....	76
2.3.2.1 Littérature	76
2.3.2.2 Avis des professionnels	77
2.3.2.3 Comparaison	78
Ce qu'il faut retenir de ce chapitre	79
PARTIE 3.	81
INFLUENCE DES CARACTÉRISTIQUES DES FONDS SUR LA PERFORMANCE	81
Chapitre 1. Caractéristiques de fonds influençant la performance des sociétés de portefeuille	81
1.1 Analyse des caractéristiques	82

1.1.1 Spécialisation	82
1.1.1.1 Littérature	82
1.1.1.2 Avis des professionnels	84
1.1.1.3 Conclusion	88
1.1.2 Investissements minoritaires ou majoritaires.....	90
1.1.2.1 Littérature	90
1.1.2.2 Avis des professionnels	93
1.1.3 Taille du ticket	98
1.1.3.1 Littérature	98
1.1.3.2 Avis des experts	99
1.1.4 Longueur d'investissement.....	103
1.1.4.1 Littérature	103
1.1.4.2 Avis des professionnels	103
1.2 Persistance	108
1.2.1 Littérature	109
1.2.2 Avis des professionnels.....	110
Ce qu'il faut retenir de ce chapitre	111
CONCLUSION, LIMITES ET MATIERE A REFLEXION	113
Conclusion.....	113
Limites.....	117
Matière à réflexion.....	118
Bibliographie	120
Annexes	132
Annexe 1.....	132
Annexe 2. Question d'interview et retranscriptions des interviews.....	133
Annexe 3. Extension de la revue de littérature	232

Table des Figures et Tableaux

Figure 1. Fonctionnement du business model d'un fonds de Private Equity.....	7
Figure 2. Capitaux engagés envers des fonds aux Etats-Unis sur la période 1980-1996	9
Tableau 1. L'impact de l'effet de levier sur le rendement.....	20
Figure 3. Comparaison du rendement d'un investissement en PE et dans le S&P 500 sur la période 2000-2017	24
Figure 4. Marché du Private Equity en Europe : fonds levés, investissements et désinvestissements sur la période 1997-2017 ; en milliards d'euros	29
Figure 5. Fonds levés par des sociétés Belges de PE sur la période 2007-2017 ; en millions d'euros	30
Figure 6. Investissements par type de fonds en Belgique sur la période 2007-2017 ; en millions d'euros.....	31
Figure 7. Pourcentages des investissements de buyout en Belgique en 2017 par taille des tickets et selon les secteurs	32
Figure 8. Désinvestissements d'entreprises belges par des fonds de buyout en fonction des différentes voies sur la période 2007-2017 ; en millions d'euros	33
Figure 9. Illustration d'un value bridge	38
Tableau 2. Illustration du manquement du <i>value bridge</i> relatif à la dette	40
Figure 10. Décomposition du MCI dans la littérature	43
Figure 11. Décomposition du rendement selon Achleitner, Braun, Engel, Figge, et Tappeiner (2010).....	44
Figure 12. Décomposition du MCI d'après les intervenants.....	47
Figure 13. Relation qualitative entre la performance et le degré de spécialisation ...	89
Figure 14. Evolution du nombre de deals minoritaires entre 2004 et 2014 ; exprimé en % de tous les deals au cours de l'année	90
Figure 15. Relation qualitative entre la performance et la part de capital	96
Figure 16. Relation qualitative entre le temps passé par participation et la taille du ticket	102
Figure 17. Relation qualitative entre la performance et la durée de détention	107

INTRODUCTION

Chapitre 1. Introduction au mémoire

Nous apportons dans ce mémoire notre pierre à l'édifice dans le débat sur l'impact du Private Equity (PE) sur les sociétés de portefeuille. Le Private Equity a de nombreux avantages, les plus importants étant d'offrir une source alternative de financement et d'être un modèle de gouvernance qui aligne les intérêts des investisseurs et ceux du management des sociétés rachetées.

Toutefois, bon nombre de détracteurs soulignent les dangers d'une utilisation excessive de l'effet de levier et les risques de faillite accrus qui en découlent. Cela entraînerait des coûts qui seraient répercutés sur l'économie, notamment en raison des possibles pertes d'emplois. Par-dessus tout, ils reprochent qu'aucune création de valeur n'a lieu, mais que les rendements du PE proviennent d'une redistribution de la valeur au détriment d'autres parties telles que les sociétés cibles, les employés, les commanditaires et le gouvernement. Nous nous penchons plus en détail sur la première catégorie des parties prenantes : les sociétés. Pour ce faire, nous partons des rendements générés par les fonds de PE, que la littérature décompose en trois facteurs : i) l'amélioration des performances des sociétés cibles, ii) l'effet des multiples de valorisation et iii) l'effet de levier de la dette. Nous analysons plus particulièrement le premier facteur car le PE peut l'influencer au travers d'actions implémentées par le management de la société de portefeuille.

Nous émettons dès lors les hypothèses suivantes : i) les sociétés de PE ont un impact positif sur les sociétés de portefeuille en améliorant leurs performances et ii) les entreprises de portefeuille d'une société de PE ont de meilleures performances que les sociétés comparables. Afin de confirmer ou infirmer nos hypothèses, nous passons d'abord en revue la littérature comparant la performance des sociétés en portefeuille avant et après leur rachat et ensuite la littérature comparant la performance des sociétés rachetées à des sociétés comparables qui n'ont pas été rachetées. Dans un premier temps, nous tentons donc de répondre à la question de savoir si les rendements élevés des sociétés de PE découlent d'une amélioration de

la performance des sociétés cibles.

Dans un deuxième temps, nous essayons de déterminer dans quelle mesure d'importantes caractéristiques des fonds de PE influencent l'évolution de la performance de leurs investissements. Les caractéristiques abordées sont :

- La spécialisation ou non du fonds de PE
- La prise de participations minoritaires ou majoritaires
- Le montant du ticket d'entrée
- La longueur de la période de détention des investissements

Finalement, nous concluons en déterminant si l'impact sur les sociétés de portefeuille est durable, même après le désinvestissement. Tout au long du mémoire, nous comparons la littérature aux avis des professionnels du monde du PE belge. Afin de mieux interpréter leurs réponses, une brève introduction au marché belge du PE sera présentée.

Chapitre 2. Scope du mémoire

Pour ce mémoire, nous avons décidé d'adopter la définition suivante d'une société de Private Equity : "Une société en commandite gérant un ou plusieurs fonds, investissant dans des entreprises matures, peu importe l'industrie et le plus souvent au moyen de *leveraged buyouts* (LBO). Leur but est de revendre ces sociétés après quelques années pour réaliser un rendement intéressant pour leurs investisseurs. Les sociétés cibles sont soit des entreprises privées, soit des entreprises cotées rendues privées par leur rachat. Les investissements sont faits de manière professionnelle par des intermédiaires spécialisés et, dans une moindre mesure, par des investisseurs institutionnels. Les gestionnaires de la société de Private Equity acquièrent de larges participations et jouent un rôle actif dans le suivi et le conseil des sociétés de portefeuille." Dans la suite du mémoire, le terme PE englobe toutes les sociétés répondant à cette définition.

Cette définition inclut donc les rachats de sociétés cotées afin d'en faire des entités privées (*Public to Private* ou PTP, "*une forme de LBO où une société cotée est acquise et ensuite privatisée*", (Nasdaq, 2018)) ainsi que les fonds de *turnaround* se spécialisant dans le rachat de sociétés dans une situation précaire et ayant pour objectif de les rendre profitables. Cela inclut également les filiales de PE d'institutions financières, bien qu'elles aient moins de pression pour maximiser les rendements car elles ne doivent pas lever de fonds de parties tierces (Abbot & Hay, 1995). Les *Management Buyouts* (MBO) et les *Management Buy-Ins* (MBI) sont deux termes fréquemment rencontrés dans le monde du PE. Les MBOs sont les rachats de parts de la société par le management existant, tandis que les MBIs sont des rachats de parts d'une société par un management extérieur et impliquent le remplacement du management existant (Investopedia, 2018b). Ces rachats visent à rendre les managers majoritaires, mais comme les managements n'ont souvent pas les fonds nécessaires, ils sont supportés par des sociétés de PE. Cette distinction n'est pas utilisée dans ce mémoire pour la raison qu'elle n'est pas fondamentale pour nos analyses et que les rachats par des sociétés de PE peuvent être une combinaison de ces deux éléments.

Toutefois, la définition a pour effet d'exclure certaines sociétés d'investissement :

Le *Venture Capital* (VC). Bien que les investissements dans de nouvelles entreprises et start-ups soient souvent structurés de la même manière que ceux réalisés par un fonds de PE dans des entreprises plus matures, les formes d'investissement sont assez différentes quant à leurs impacts économiques et politiques. En effet, les VC investissent des montants beaucoup plus faibles dans des entreprises à haut risque (Watt, 2008).

Les sociétés d'investissement qui ne sont pas organisées comme des sociétés en commandite : surtout les *Small Business Investment Companies* (SBICs) et les sociétés d'investissement cotées. Ces sociétés ne jouent aujourd'hui qu'un rôle marginal en tant qu'intermédiaires sur le marché du Private Equity (Fenn, Liang, & Prowse, 1997).

Les *hedge funds* : ils sont similaires aux fonds de PE dans la façon dont ils obtiennent leur financement, notamment en utilisant un effet de levier. Toutefois, ils diffèrent fondamentalement dans le type de placements réalisés : les *hedge funds* ont tendance à investir à court terme dans des actifs financiers très liquides.

Les fonds souverains : ces institutions prennent également des participations dans des entreprises, mais ce sont des organismes publics qui ont pour objectif d'obtenir des rendements stables à long terme et de servir des intérêts démographiques, économiques ou autres.

Les fusions et acquisitions par des acteurs non financiers. Elles sont d'une part structurées de manière totalement différente des transactions de PE et ont d'autre part un intérêt avant tout stratégique plutôt que financier.

Chapitre 3. Interviews

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons eu l'opportunité d'interroger douze professionnels du PE belge issus de dix fonds et sociétés d'investissement différents. Toutes les retranscriptions des interviews, ainsi que le questionnaire qui forma la base de nos discussions sont en annexes de ce mémoire. Les questions découlent toutes de nos observations dans la littérature. Voici la liste des professionnels qui ont accepté d'être explicitement cités dans ce mémoire :

- **Xavier Coirbay**, Membre du Comité Exécutif de la Sofina
- **Arthur Delesenne**, Associate chez Core Equity Holdings
- **Wolfgang de Limburg**, CEO et Managing Partner de Ergon Capital Partners
- **Pierre Demaerel**, Secrétaire-Général et Membre du Conseil d'Administration de la Belgian Venture Capital & Private Equity Association (BVA)
- **Arnaud De Vos**, Investment Manager chez Fortino Capital
- **Gilles Samyn**, Président du Conseil d'Administration de la CNP et Managing Director de Frère-Bourgeois

La suite du mémoire est construite de la manière suivante : la première partie de ce mémoire est une introduction au Private Equity et est composée de deux chapitre. Le premier décrit le *business model* d'un fonds de Private Equity, ses acteurs, ses objectifs, sa raison d'être, ses sources de revenus et se conclut par les caractéristiques d'un investissement en Private Equity. Nous abordons également les critiques soulevées par rapport à ce *business model*, ce qui permet de poser les bases de la problématique que nous examinons dans ce mémoire. Le deuxième chapitre est une courte introduction au marché du PE belge, et qui a pour but de faciliter l'interprétation des intervenants tout au long du mémoire. La deuxième partie analyse dans un premier temps, les rendements des fonds de PE et dans un second temps, dans quelle mesure ces rendements peuvent être expliqués par une amélioration réelle de la performance des sociétés de portefeuille. La troisième partie analyse les majeures caractéristiques des fonds pouvant influencer la performance en comparant la littérature à l'avis de professionnels du monde du PE belge. Finalement, la quatrième partie résume nos analyses, en détaille les limites et introduit les bases pour de futures recherches.

Chapitre 1. Le *business model* d'un fonds de Private Equity

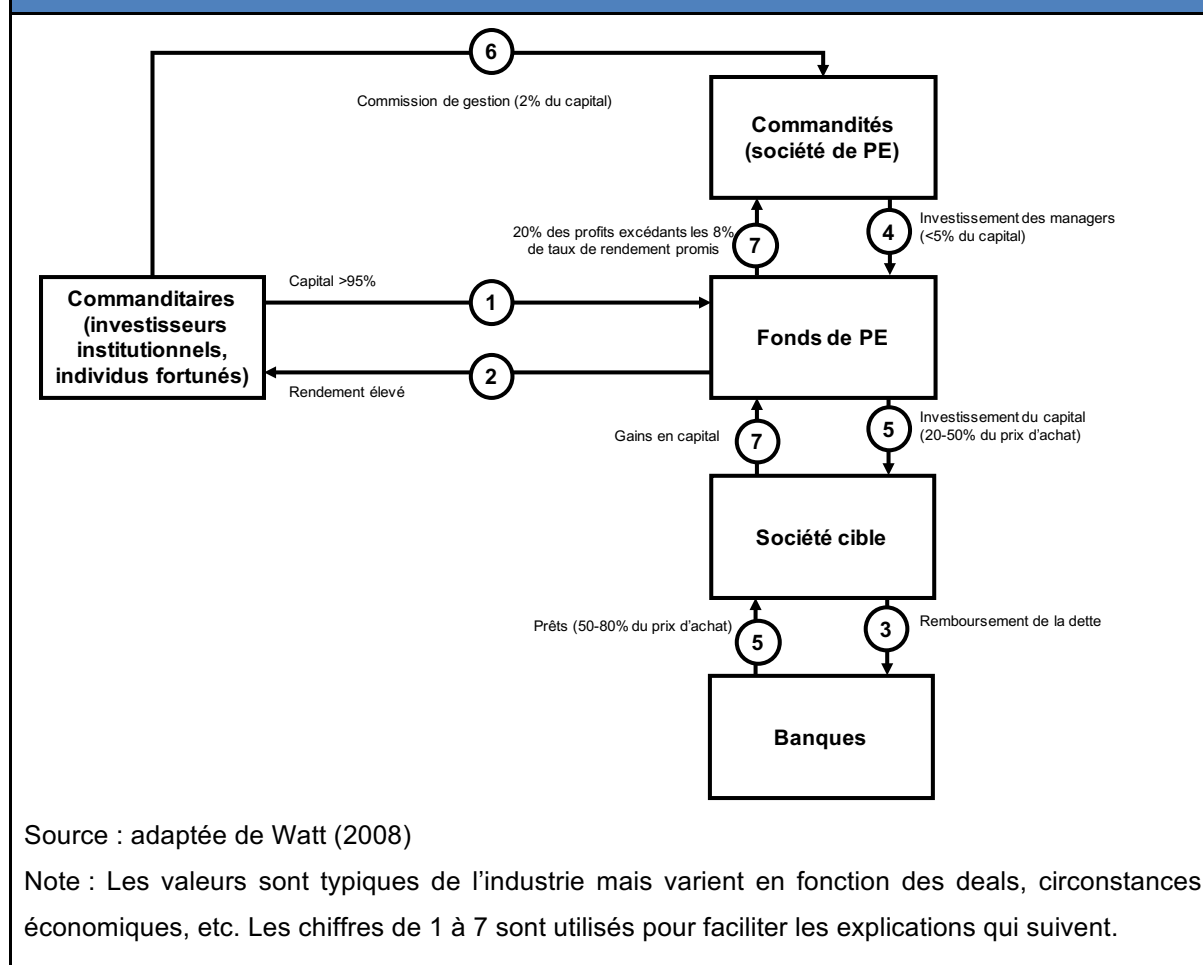
Le chapitre 1 a été structuré selon la logique suivante : après une courte introduction à un fonds de PE, nous analysons les raisons de l'émergence du marché du PE et notamment les raisons qui le poussent à adopter la société en commandite comme nouvelle forme organisationnelle. La société en commandite a plusieurs avantages du côté de l'offre (investisseurs) et de la demande (les sociétés cibles) et agit donc en tant qu'intermédiaire. Son rôle principal étant d'investir dans des sociétés cibles, nous détaillons certaines stratégies d'investissement et sur quels critères sont basés ces choix. Nous concluons en expliquant les caractéristiques principales d'un investissement en PE.

1.1 Introduction à un fonds de Private Equity

Un fonds de Private Equity est un véhicule de placement collectif privé qui investit dans des sociétés généralement non cotées et à responsabilité limitée. Ce sont par définition des actifs non liquides. Le but est d'en obtenir le contrôle, souvent via une participation majoritaire, afin d'être en mesure de restructurer le management et l'organisation (Cumming & Walz, 2010). Les sociétés sont typiquement acquises au moyen d'un LBO et détenues à titre privé pendant une période de trois à sept ans. Les LBOs sont des rachats de sociétés impliquant un effet de levier important, pour lequel la société cible utilisée comme garantie. Elles sont ensuite désinvesties par le biais d'une introduction en Bourse (Offre Publique Initiale, OPI) ou revendues à d'autres investisseurs, stratégiques ou financiers. Les fonds de PE sont des intermédiaires financiers entre des investisseurs institutionnels ou des individus très fortunés (Sahlman, 1990) et les entreprises dans lesquelles ils investissent. Une entreprise de PE gère un portefeuille de un ou plusieurs fonds. Par conséquent, les fonds de PE sont principalement des sociétés en commandite qui existent pour une période de 10 ans, de sorte que les investissements puissent être sélectionnés avec précaution et ensuite réalisés. Souvent, le fonds a une option de continuer pour 3 années supplémentaires afin d'être en mesure de désinvestir chaque société du

portefeuille dans des circonstances (plus) favorables. Le manager du fonds, qui sélectionne, contrôle et ajoute de la valeur à l'investissement, est le commandité et les investisseurs institutionnels sont les commanditaires (Gompers & Lerner, 2004). La Figure 1 représente le fonctionnement du *business model* d'un fonds de Private Equity.

Figure 1. Fonctionnement du business model d'un fonds de Private Equity



1.2 Raison d'être du Private Equity

1.2.1 Emergence de la société en commandite

La croissance du PE est un exemple classique de la façon dont l'innovation organisationnelle, aidée par des changements légaux et fiscaux, peut déclencher une activité énorme sur un marché particulier (Fenn et al., 1997). Dans ce cas, l'innovation a été l'adoption généralisée de la société en commandite en tant que moyen d'organiser des investissements de PE. Jusqu'à la fin des années 1970, les investissements en PE étaient principalement réalisés par des familles aisées. Les sociétés industrielles et les institutions financières investissaient directement dans des sociétés émettrices d'actions et d'obligations. Cependant, la plus grande partie des investissements depuis 1980 a été réalisée par des gestionnaires de fonds professionnels au nom d'investisseurs institutionnels.

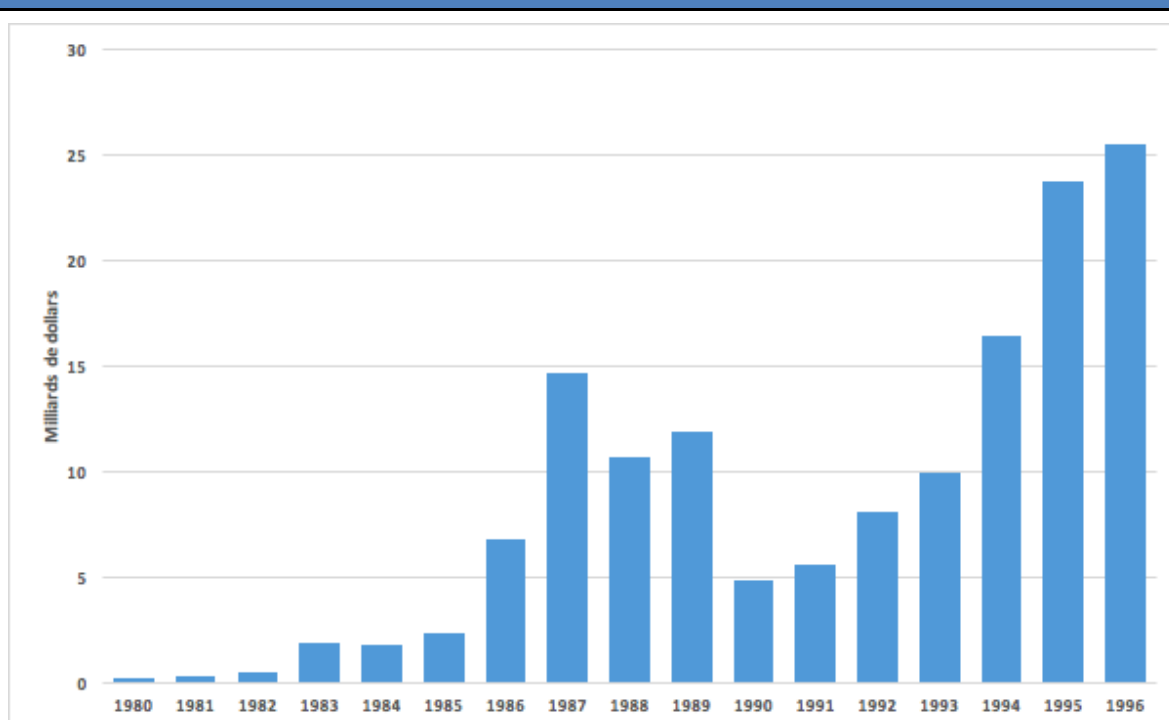
L'émergence de la société en commandite en tant qu'intermédiaire est le résultat des asymétries d'information et des problèmes potentiels qui surviennent sur le marché boursier à cause du manque d'alignement des objectifs. Un tel problème est le manque d'initiatives pour créer de la valeur de la part des administrateurs non exécutifs (Acharya, Kehoe, & Reyner, 2008). Les avantages spécifiques des sociétés en commandite sont ancrés dans la manière dont elles abordent ces deux problèmes. Les commandités se spécialisent dans la recherche, la structuration et la gestion de participations dans des sociétés privées. Ils comptent parmi les actionnaires les plus importants et les plus actifs de la société privée. Ils disposent ainsi de moyens formels et informels importants et sont donc en mesure d'orienter les entreprises vers les intérêts de leurs actionnaires. Ces avantages sont analysés plus en profondeur dans la prochaine section. Parallèlement, ce partenariat instaure des mécanismes organisationnels et contractuels qui alignent les intérêts des commandités et des commanditaires.

Dans une moindre mesure, le développement de sociétés en commandite est également né de la nécessité d'une plus grande participation institutionnelle dans le marché du PE. Peu d'investisseurs avaient les compétences nécessaires pour investir directement dans cette classe d'actifs et ceux qui les possédaient avaient des difficultés à les utiliser de manière efficace. La croissance du partenariat a également

été favorisée par des changements réglementaires qui ont permis aux fonds de pension d'investir davantage dans le PE.

Fenn et al. (1997) estiment que la croissance du marché du PE a permis aux entreprises privées d'obtenir un financement rapide pour leur expansion. Ils soutiennent que l'augmentation des investissements en PE a été principalement due à l'abondance d'opportunités d'investissement rentables. Les résultats sont éloquentes et se traduisent par une nette augmentation de capitaux engagés envers des sociétés en commandite : de 1980 à 1996, les capitaux engagés aux Etats-Unis ont augmenté de 0,2 milliards de dollars à 25,5 milliards de dollars (comme l'illustre la Figure 2). De plus, les sociétés en commandite sont passées de la gestion de moins de 50% à la gestion de plus de 80% des investissements en PE (Fenn et al., 1997). La majeure partie des actions de Private Equity restantes est détenue directement par des investisseurs.

Figure 2. Capitaux engagés envers des fonds aux Etats-Unis sur la période 1980-1996



Source : Adapté de Fenn et al. (1997)

1.2.2 Avantages du business model du PE

De nombreux avantages sont attribués à ce *business model*. Le PE est présenté par Froud et Williams (2007) comme une nouvelle forme, plus pure, du capitalisme. Le PE permettrait en effet d'aligner les intérêts des managers et des actionnaires, d'améliorer l'efficacité et la rentabilité des entreprises et de débloquer des milliards d'euros de valeur pour les actionnaires. Les entreprises rachetées créeraient de la valeur grâce à de réelles améliorations de leur productivité. Voici une liste des principaux avantages offerts par le marché du Private Equity du côté de l'offre (les investisseurs) et du côté de la demande (les sociétés cibles).

1.2.2.1 Point de vue des investisseurs

Les investisseurs sont soit des investisseurs institutionnels tels que des fonds de pension publics ou privés, des compagnies d'assurances, des filiales de banques d'investissements etc., soit des familles ou des individus fortunés. Leurs investissements constituent généralement 95% ou plus du capital d'un fonds (Figure 1, point 1).

L'une des principales raisons de la croissance explosive du marché du PE est l'anticipation par ces investisseurs de rendements nettement supérieurs à ceux que l'on peut obtenir sur d'autres marchés (Figure 1, point 2). Les investissements en Private Equity sont considérés comme nettement plus risqués et plus illiquides que les autres actifs. Néanmoins, pour les investisseurs institutionnels qui peuvent supporter un tel risque et une telle illiquidité, les rendements élevés attendus sont une attraction majeure (Fenn et al., 1997).

Outre les rendements supérieurs espérés, plusieurs raisons expliquent l'intérêt que suscitent les fonds de PE. Tout d'abord, les asymétries d'informations lors de rachats de sociétés sont fortement mitigées. En faisant appel à des professionnels pour investir dans des sociétés, les investisseurs ne sont plus limités par leur manque de connaissances et d'informations nécessaires afin de réaliser un investissement profitable. Ceci leur permet donc d'être mieux au courant des risques encourus lors d'un investissement dans une certaine société ainsi que d'éviter de payer un prix excessif.

Ensuite, les conflits d'intérêts qui existent entre les investisseurs et les sociétés cibles lors du financement sont eux aussi mitigés (Cumming & Walz, 2010). Grâce au contrôle direct qu'exerce la société de Private Equity par le biais de ses droits de vote et ses sièges au conseil d'administration, la société cible est moins susceptible de prendre des décisions allant à l'encontre des intérêts de ses investisseurs. Par ailleurs, le management de la société cible est, suite au rachat, lui-même investisseur dans la société, ce qui permet d'aligner ses intérêts avec ceux des autres investisseurs. De plus, sa rémunération est habituellement liée à la performance de la société cible. L'endettement serait lui aussi un élément positif car il permet d'instaurer une discipline auprès des managers de la société en portefeuille afin d'être en mesure de rembourser leurs paiements d'intérêts (Figure 1, point 3), ce que les actionnaires trop passifs n'étaient pas en mesure de faire par le passé (Jensen, 1989). Cumming, Siegel, et Wright (2007) et Leslie et Oyer (2008) démontrent que, comme le suggère la théorie économique, les incentives du management sont beaucoup plus forts dans les sociétés détenues par des PE que dans les sociétés comparables. Ceci est consistant avec la théorie selon laquelle plus le management détient des parts de la société, meilleure est la performance de la société (Bruton, Keels, & Scifres, 2002).

Le *business model* du PE permet également de réduire les conflits d'intérêts existant entre les commanditaires et commandités. Les managers des fonds de PE sont co-investisseurs dans leurs fonds afin d'aligner leurs intérêts avec ceux des investisseurs, généralement à hauteur de 1 à 5% du capital (Strömberg, 2009) (Figure 1, point 4). Leur rémunération est, similairement au management des sociétés cibles, liée à la performance de leur fonds.

Finalement, le PE est une réponse au manque de temps et de compétences des investisseurs pour sélectionner les entreprises dans lesquelles investir.

1.2.2.2 Point de vue de la société cible

Le Private Equity est une source de financement importante pour bon nombre de sociétés, néanmoins il s'agit d'une des formes de financement les plus chères. Les frais de gestion et la rémunération basée sur la performance augmentent le coût du

Private Equity pour les sociétés cibles au-delà des taux de rendement déjà élevés exigés par les investisseurs pour compenser le risque et l'illiquidité (Fenn et al., 1997). Ainsi, les entreprises qui mobilisent des capitaux privés ont tendance à être celles qui sont incapables de lever des fonds sur d'autres marchés tels que le prêt bancaire, le placement privé ou le marché public. Beaucoup de ces entreprises sont simplement trop risquées pour pouvoir contracter de la dette. De plus, investir dans ces entreprises peut exiger une *due diligence* approfondie de la part des investisseurs potentiels de par le peu d'informations publiques disponibles ainsi que les risques uniques qui y sont associés.

Les sociétés cherchant un investisseur sur le marché du PE varient considérablement en taille et en motivation pour lever des capitaux. Elles appartiennent généralement à l'une des catégories suivantes :

Les entreprises à la recherche de capital pour croître davantage. La grande majorité des transactions se situent dans le marché intermédiaire supérieur (transactions de 50 à 500 millions d'euros) et dans le marché intermédiaire inférieur (transactions de 10 à 50 millions d'euros). Bon nombre de ces entreprises sont des entreprises stables et rentables qui utilisent le marché du PE pour financer leur expansion par le biais d'acquisitions ou de dépenses d'investissement (*Capital Expenditures* ou CAPEX) (Fenn et al., 1997). Enfin, elles ont généralement une base d'actifs importante (tels que des stocks ou des créances) et par conséquent ont presque toujours accès à des prêts bancaires. Bien que ce soit le cas, elles ne peuvent souvent pas répondre entièrement à leurs besoins de financement au moyen de ces instruments (Fenn et al., 1997).

Les entreprises peuvent également avoir besoin de conseils et d'expertise pour développer leur business. La seule alternative viable pour ces entreprises peut être le marché du Private Equity, où un investisseur peut prendre le temps et l'effort de comprendre précisément les risques associés au développement et exercer une certaine influence sur la direction en contrepartie de son investissement (Fenn et al., 1997).

Les entreprises privées cherchant à financer des changements de structure du capital et de propriétaires, la retraite étant la cause la plus courante dans ce dernier cas (Fenn et al., 1997). Beaucoup sont des entreprises familiales qui ne souhaitent pas devenir cotées, c'est pourquoi un nombre croissant de familles vendent leurs entreprises à des investisseurs privés (Ahlers, Hack, & Kellermanns, 2014). Toutes les sociétés privées appartenant à des familles sont tôt ou tard confrontées à la nécessité de succession du management, qui sont souvent les propriétaires ou aux besoins de liquidité de ces derniers (Fenn et al., 1997). La résolution du problème exige généralement que l'entreprise soit vendue aux héritiers de la famille fondatrice ou à une nouvelle équipe de gestion. Dans les deux cas, des fonds de PE doivent être disponibles pour racheter les parts des propriétaires existants. Selon la proportion de dettes et des capitaux propres utilisés, une modification de la structure du capital peut accompagner le changement de propriété. Les nouveaux propriétaires sont généralement les héritiers, la nouvelle direction et la société de Private Equity qui a fourni le financement.

Les entreprises en difficulté financière. Le marché du PE est une source importante de fonds pour les entreprises en difficulté financière tant cotées que privées (Fenn et al., 1997). La plupart des fonds sont fournis par des sociétés spécialisées dans le *turnaround* qui espèrent rendre l'entreprise profitable et la vendre ensuite. Les entreprises cotées en difficulté financière sont peu susceptibles d'être en mesure d'émettre des actions publiques, sauf avec une forte décote, et elles sont généralement exclues des marchés de la dette. Pour ces entreprises, la solution la plus simple consiste à convaincre un acteur financier qui a les ressources nécessaires pour comprendre les risques liés à l'investissement (Fenn et al., 1997).

Les rachats publics. Les sociétés cotées font également appel au marché du PE. Certaines émettent une combinaison de dettes et de capitaux propres pour financer leur gestion ou leur rachat par endettement. D'autres recherchent parfois des fonds privés pour les aider à traverser des périodes de difficultés financières et pour éviter les coûts d'enregistrement et la divulgation publique de leurs actionnaires (Fenn et al., 1997).

Les entreprises cotées ayant des besoins de financement spéciaux. Des sociétés mères peuvent vouloir se départir de certaines filiales pour différents motifs : rembourser leurs dettes, redéployer leur capital ou simplement se concentrer davantage sur le cœur de leur business. Bien que la plupart des filiales soient vendues à des investisseurs stratégiques, les sociétés de PE acquièrent 15 à 20% de ces cessions (Fenn et al., 1997). Certaines de ces entreprises cotées planifient des fusions ou des acquisitions impliquant des stratégies commerciales complexes que les investisseurs du marché public auraient des difficultés à comprendre et qui nécessitent une analyse par un investisseur privé.

D'autres raisons peuvent également inciter des sociétés à faire appel au PE. L'une est le coût d'émission d'actions : certaines entreprises cotées émettent de très petites quantités d'actions (moins de 5 millions d'euros) dont le coût peut être moindre que dans le marché public. D'autres entreprises émettent sur le marché privé par facilité : les fonds peuvent généralement être levés plus rapidement et avec moins d'obligations administratives que sur le marché public. Une dernière raison pour laquelle certaines entreprises cotées émettent sur le marché du PE est une interruption temporaire de l'accès au marché public (Fenn et al., 1997).

Tous ces avantages incitent tant les investisseurs que les sociétés recherchant un financement à se tourner vers les sociétés de Private Equity qui, en tant qu'intermédiaires, ont certaines fonctions à remplir.

1.3 Rôle des commandités

Les intermédiaires, principalement des sociétés en commandite, gèrent environ 80% des placements en Private Equity. Ces sociétés de Private Equity remplissent quatre tâches essentielles intervenant à des stades de l'investissement très distincts : lever des capitaux, identifier et exécuter des transactions, superviser et soutenir les sociétés en portefeuille et enfin les désinvestir.

1.3.1 Lever des capitaux

Le premier rôle de la société de Private Equity consiste à lever des fonds afin de pouvoir investir. Elles collectent des fonds en obtenant des engagements de capitaux de la part d'investisseurs (les commanditaires). L'accord précise le montant total que l'investisseur s'engage à verser au fonds. Ce montant n'est pas d'office versé directement, mais peut être prélevé sur demande par le commandité lorsque celui-ci décide d'acheter une société (Investopedia, 2018a). Les commanditaires ont alors une période limitée (en moyenne deux semaines) pour transférer l'argent au fonds afin qu'il puisse financer et conclure l'investissement. L'investisseur ne perçoit le rendement que sur la partie qui a été prélevée et non sur le total du montant qu'il s'est engagé à verser. Les partenaires de l'entreprise peuvent eux-mêmes participer à la récolte de fonds ou même utiliser un *placement agent* (une équipe de collecte de fonds extérieure) pour les aider (Chen, 2012). Les managers de fonds touchent une commission de gestion annuelle sur la totalité des fonds levés (de l'ordre de 1 à 2%). Un élément crucial dans la levée de fonds est la réputation des managers de la société de Private Equity. Comme mentionné précédemment, les managers contribuent souvent eux-mêmes entre 1 et 5 % du capital total.

De nombreux fonds de PE ont un *first close* et un *final close*. La première clôture signifie qu'un certain seuil de fonds a été levé et que la société de PE peut commencer à faire des investissements. Toutefois, de nouveaux commanditaires peuvent encore adhérer en engageant des capitaux mais seulement pour une durée limitée (souvent un an à compter de la première clôture). La clôture finale signifie qu'aucun nouveau commanditaire ne peut participer à ce fonds précis parce que soit la durée de levée de fonds a été dépassée, soit le seuil maximum de fonds a été atteint (Chen, 2012).

1.3.2 Identification et exécution des transactions

Il existe deux manières principales d'identifier des sociétés cibles et sont souvent utilisées conjointement par un fonds. Certains fonds embauchent du personnel pour identifier de manière proactive les sociétés cibles afin de rentrer en contact avec leurs propriétaires et discuter d'un éventuel rachat. Ces efforts en interne peuvent réduire les coûts liés aux transactions pour le fonds de PE en supprimant les frais

d'intermédiaire d'une banque d'investissement (Kyle, 2017). L'autre possibilité vient des professionnels du M&A qui présentent des sociétés cibles aux fonds. Ces professionnels représentent la société qui, pour une des raisons citées précédemment, recherche un nouvel investisseur. Ceux-ci mènent habituellement un processus d'enchères, ce qui diminue les chances du fonds de PE d'acquérir une entreprise en particulier. C'est pourquoi identifier un deal implique la création, le maintien et le développement de relations avec des intermédiaires en M&A, des banques d'investissement et d'autres professionnels afin de créer un *deal flow* à la fois constant et de qualité. Le *deal flow* désigne les sociétés présentées en tant qu'acquisition potentielle au fonds de PE. Avoir l'exclusivité sur certains deals aide à garantir que les fonds levés soient investis avec succès, mais devient extrêmement rare. Les économies d'échelle jouent un rôle important dans le *deal flow* : plus le nombre d'investissements dans lesquels une société de PE est impliquée est grand, plus le nombre d'opportunités d'investissement est grand (Fenn et al., 1997). Il est important de noter que bon nombre de banques d'investissement ont une filiale qui lève ses propres fonds et, par conséquent, peuvent non seulement présenter certains deals aux fonds de PE, mais être un soumissionnaire concurrent sur d'autres enchères (Kyle, 2017).

L'exécution des transactions implique l'évaluation de la direction, de l'industrie, des données financières historiques et de leurs prévisions, ainsi que la valorisation de la société cible. Après que le comité d'investissement ait décidé de poursuivre l'acquisition d'une société cible, le fonds soumet une offre au vendeur. Si les deux parties décident d'aller de l'avant, le fonds engage divers conseillers dont des banquiers d'affaires, des comptables, des avocats et des consultants pour exécuter différentes *due diligences*. La phase de *due diligence* comprend la validation des chiffres opérationnels et financiers déclarés par la direction de la société cible. Cette partie du processus est critique, car les consultants peuvent découvrir des *deal killers* (Kyle, 2017). Si les conseillers donnent leur feu vert, l'investissement peut se réaliser.

1.3.3 Supervision et soutien des sociétés en portefeuille

Les professionnels du PE peuvent entre autres faire bénéficier le management de leur expertise en matière de planification stratégique et de gestion financière. De plus, ils peuvent aider à institutionnaliser de nouveaux systèmes de comptabilité, développer la *supply chain* ou encore prodiguer des conseils lors de processus de M&A (Kyle, 2017).

Les sociétés de Private Equity estiment avoir la capacité et l'expertise nécessaires pour rendre des entreprises matures leaders dans leur marché en améliorant leur efficacité opérationnelle. En privatisant des entreprises cotées, le PE élimine la pression induite par l'analyse constante des bénéfices trimestriels et des exigences en terme de divulgation de rapports financiers. 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. En outre, la rémunération de la direction est souvent étroitement liée à la performance de leur entreprise, ce qui rajoute une responsabilité et un moyen de motivation. La supervision et le soutien des sociétés en portefeuille, visent à augmenter substantiellement la valeur de l'entreprise acquise suite à son rachat, créant ainsi une stratégie de sortie rentable pour la société de PE.

1.3.4 Désinvestissements

L'objectif final pour les sociétés de PE est donc un bénéfice substantiel lors du désinvestissement des sociétés du portefeuille. Généralement, la revente a lieu entre 3 et 7 ans après l'investissement initial, mais la longueur de la période peut varier selon les circonstances stratégiques. La plupart des sorties se produisent à la suite d'une introduction en Bourse (au travers d'une OPI) ou d'une acquisition par d'autres investisseurs, stratégiques ou financiers. Les rachats par d'autres investisseurs est la méthode la plus courante (Thaker, 2013).

Alors que les commandités coordonnent énormément la vente de sociétés du portefeuille, ils peuvent également engager une banque d'investissement pour en gérer l'exécution, surtout lorsque les transactions sont larges ou complexes. C'est ainsi que les banques d'investissement gagnent entre autres leurs honoraires, lors

de l'achat des sociétés par les fonds de PE et ensuite lors de la revente (Chen, 2012).

1.4 Stratégies d'investissement

Les stratégies d'investissement en Private Equity sont nombreuses. Les fonds se démarquent surtout par :

Leur spécialisation ou non dans un secteur, une industrie. Certaines sociétés de PE se spécialisent dans une industrie particulière car leurs gestionnaires possèdent des connaissances poussées dues à leur expérience passée. Ils espèrent pouvoir utiliser cette expertise afin de mieux sélectionner les sociétés de portefeuille et de mieux les aider à croître. Les fonds peuvent aussi avoir des scopes géographiques différents.

Des investissements majoritaires ou minoritaires. Des investissements majoritaires permettent aux investisseurs d'avoir le contrôle des décisions importantes prises au conseil d'administration mais requiert un investissement considérable, notamment en capital humain.

La taille des sociétés rachetées. Les sociétés de PE sont souvent contractuellement obligées dans un certain fonds d'investir dans des sociétés de taille similaire, que ce soit *small*, *mid* ou *large "cap"*. Les compétences nécessaires des gestionnaires des fonds doivent naturellement être adéquates à la taille des tickets afin de garantir un rendement. Investir dans des sociétés d'une valeur de 50 millions d'euros requiert des compétences différentes que celles nécessaires pour investir dans des sociétés d'une valeur de 500 millions d'euros.

Leur horizon d'investissement. L'horizon des fonds peut varier énormément. Des fonds avec un horizon plus long ont l'avantage d'avoir plus de temps pour désinvestir et ont le choix de garder dans leur portefeuille une entreprise qui continue à croître significativement après la fin de la période de détention prévue. De plus, ceci peut réduire le profil de risque du fonds car ils ne doivent pas désinvestir aussi rapidement et trouver de nouvelles sociétés dans lesquelles investir pour le prochain fonds. Le

revers de la médaille est de devoir trouver des investisseurs assez patients, qu'une illiquidité prolongée ne dérange pas. En outre, le management a moins la pression du temps qui l'incite à atteindre des objectifs avant une certaine échéance.

Le type de sociétés rachetées. Certains fonds se spécialisent dans le rachat de sociétés en difficultés financières ou sous-performantes. D'autres se concentrent sur des sociétés dans des industries mûres pour la consolidation. Ceci implique la création d'une nouvelle entreprise financée avec suffisamment de fonds pour faire une série rapide d'acquisitions et qui peut être rendue publique relativement rapidement. Cette technique s'appelle le *buy-and-build* (Borell & Heger, 2013). D'autres encore se spécialisent dans le rachat de sociétés cotées, plus particulièrement dans le rachat de divisions. Kaul, Nary, et Singh (2018) soutiennent que les fonds de PE ciblent systématiquement les divisions qui ne réalisent pas leur plein potentiel en étant cotées.

Il existe donc une grande diversité de fonds de PE, chacun ayant ses spécificités. Les commanditaires doivent bien comprendre les caractéristiques de ces fonds afin d'être conscients des risques associés et le rendement qu'ils peuvent espérer.

1.5 Type de transactions

Le type de transactions le plus courant lors de rachats de sociétés matures est le *leveraged buyout* (LBO) ou rachat par endettement. Lors d'un LBO, le rachat d'une société cible est financé essentiellement par endettement, de 50 à 80% du prix de rachat, le reste venant du fonds de PE (Figure 1, points 5). La dette est garantie par les opérations et les actifs de l'entreprise cible (Kyle, 2017). Ceci permet aux sociétés de PE de racheter la société cible en ne payant qu'une partie du prix d'achat avec des capitaux propres. Toutefois, certaines sociétés de PE évitent l'utilisation de dettes lors de rachats de sociétés. Le LBO est le type de transactions le plus commun car, comme le démontre le Tableau 1, à création de valeur identique, le rendement est plus élevé pour une structure de financement contenant une plus grande quantité de dette.

Tableau 1. L'impact de l'effet de levier sur le rendement

	Structure A	Structure B	Structure C
Dette	250	500	750
Equity	750	500	250
Valeur d'entreprise	1000	1000	1000
Création de valeur avant charges d'intérêts	100	100	100
Charges d'intérêts (coût de la dette de 5%)	12,5	25	37,5
Création de valeur après charges d'intérêts	87,5	75	62,5
Taxes (taux d'imposition de 30%)	26,3	22,5	18,8
Création de valeur après taxes	61,3	52,5	43,8
Rendement equity	8,2%	10,5%	17,5%

Source : adapté de Ligterink, Martin, Boot, Cools, et Phalippou (2017)

Note : nous émettons l'hypothèse que le coût de la dette est identique pour les différentes structures, ce qui n'est en réalité pas le cas. Une plus grande utilisation de la dette augmente généralement le coût associé à celle-ci.

De plus, une utilisation substantielle de l'effet de levier produit des boucliers fiscaux importants, ce qui peut stimuler les rendements en augmentant les flux de trésorerie disponibles pour les fournisseurs de capitaux (Guo, Hotchkiss, & Song, 2011; Watt, 2008), à condition évidemment que l'entreprise génère des rendements supérieurs à son coût de la dette.

Un autre avantage de la dette selon Gilligan est le concept de discipline de la dette. L'effet de levier agit donc d'une part comme incentive pour utiliser le capital de

manière plus productive et d'autre part comme moyen pour augmenter le rendement sur l'investissement (Gilligan & Wright, 2014).

1.6 Caractéristiques des entreprises

Lorsque les entreprises de PE analysent des sociétés pour une acquisition potentielle, elles tiennent compte du produit ou service de l'entreprise, de l'équipe de direction de l'entreprise, de l'industrie dans laquelle elle évolue, de sa performance financière au cours des dernières années et des scénarios d'évaluation ainsi que d'une prévision du désinvestissement de la société. La plupart des entreprises de PE recherchent les mêmes caractéristiques : un management compétent dans une industrie prometteuse et une société ayant un avantage concurrentiel net par rapport à ses compétiteurs.

Il est essentiel que les sociétés cibles aient un management fiable et compétent afin qu'ils puissent atteindre certains objectifs fixés à l'avance. Un alignement des objectifs et une structure de rémunération appropriée sont généralement requis avant qu'un accord ne soit conclu (Kyle, 2017). Il se peut toutefois que le fonds de PE remplace complètement ou partiellement le management en place.

Beaucoup d'entreprises fournissent souvent un service à la clientèle de qualité et / ou des produits et services de niche que les plus grands conglomérats n'offrent pas, ou ne sont pas capables d'offrir. Ces avantages concurrentiels suscitent l'intérêt des sociétés de PE, car elles possèdent les connaissances et le savoir-faire nécessaires pour exploiter ces opportunités et faire passer l'entreprise au niveau supérieur.

Aussi, l'utilisation de l'effet de levier implique que les sociétés cibles doivent générer des flux de trésorerie raisonnablement constants afin de respecter leurs engagements envers les créanciers (Watt, 2008). Logiquement, dans les deals plus petits, le suivi des créanciers est souvent plus important (Robbie & Wright, 1995). Le candidat LBO idéal est donc caractérisé par des cash flows élevés, non cycliques et stables ainsi qu'une capacité d'emprunter importante (Smith, 1990b).

1.7 Revenus d'un fonds de Private Equity

Le fonds a deux sources de revenus principales. Premièrement, le management du fonds touche une commission annuelle sur la totalité des fonds levés (de l'ordre de 1 à 2%) (Figure 1, point 6). Deuxièmement, un pourcentage des profits réalisés, de l'ordre de 20% (Figure 1, points 7), au-dessus du *hurdle rate* lui revient, ce qui est appelé les *carried interests* (Strömberg, 2009). Le *hurdle rate* est le rendement promis aux investisseurs du fonds. Les profits découlent des plus-values lors de la revente d'une société du portefeuille. Les honoraires que les commandités reçoivent sont conséquents. L'estimation de Metrick et Yasuda (2010) sur la base d'une simulation est que la valeur actuelle de ces frais est d'environ 17% du capital engagé.

Comment un fonds de Private Equity peut-il améliorer la performance d'une société de portefeuille afin de créer des plus-values ? Le retour sur leur investissement provient généralement d'une combinaison des sources suivantes (Ligterink et al., 2017) :

- 1) **Améliorations opérationnelles** : mise en place de mesures qui rendent l'entreprise plus efficace. Cela peut être une utilisation plus efficace des ressources de production, sélection d'une meilleure équipe de direction, amélioration des systèmes d'information de gestion, etc.
- 2) **Orientation stratégique révisée** : mise en œuvre d'une stratégie nouvelle / affinée, comprenant une meilleure utilisation des opportunités de croissance et une optimisation du scope de l'entreprise. Par exemple une stratégie de *buy-and-build*, la cession d'activités non essentielles, etc.
- 3) **Renforcement de la structure de gouvernance** : rapprocher les intérêts financiers du management de ceux des investisseurs, comme expliqué précédemment, renforcer le contrôle et la supervision, etc.
- 4) **Ingénierie financière** : tirer parti des avantages fiscaux grâce à une structure du capital améliorée, les charges d'intérêts pouvant être en partie déduites de l'impôt sur les sociétés.
- 5) **Sélection des investissements et *market timing*** : si les investisseurs en Private Equity sont capables d'acheter des sociétés sous-évaluées et de les

revendre au bon moment, un retour sur investissement pour les investisseurs privés peut être généré.

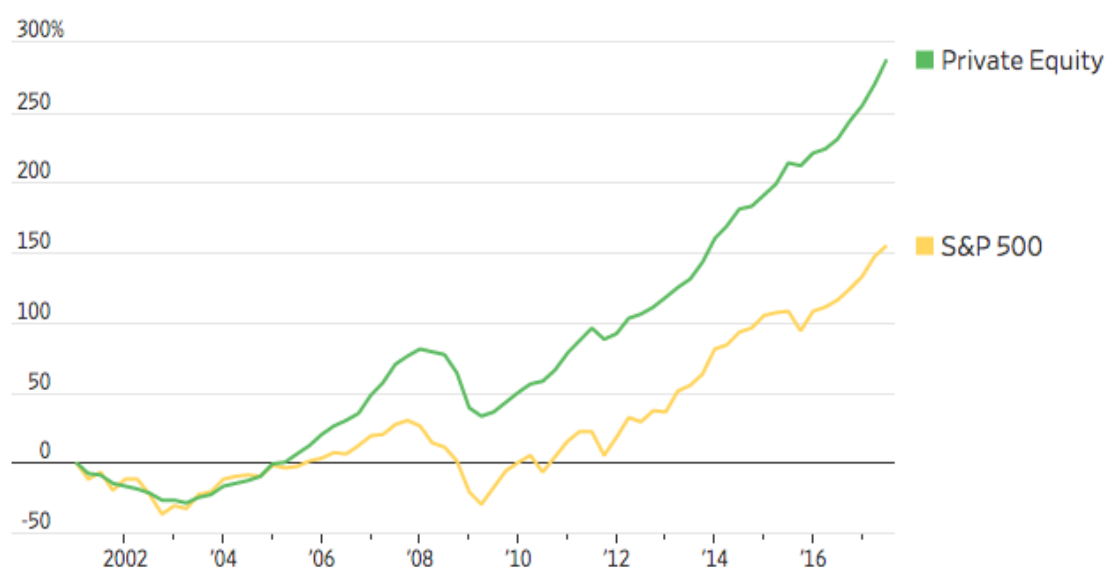
1.8 Caractéristiques des investissements en Private Equity

Ce *business model* implique certaines caractéristiques pour les investissements dans des fonds de Private Equity.

Ils sont tout d'abord risqués, d'une part car la classe d'actifs dans laquelle les fonds investissent est illiquide, et d'autre part à cause de l'utilisation de l'effet de levier qui impose le paiement périodique d'intérêts. Le marché du Private Equity peut aussi être considéré comme plus risqué que le marché des actions publiques, car les rendements sur le marché privé tendent à présenter une plus grande volatilité. Le risque est toutefois mitigé par la possibilité de diversification qu'ont les fonds de Private Equity en investissant dans plusieurs sociétés.

Cette caractéristique a pour conséquence le besoin de rendements élevés (Watt, 2008). Des études empiriques récentes démontrent effectivement que le rendement net pour les commanditaires des fonds de PE dépasse celui d'un portefeuille d'actions diversifié (un indice boursier pondéré), mais que la volatilité des rendements est plus importante (Ljungqvist & Richardson, 2003; Lopez-de-Silanes, Phalippou, & Gottschalg, 2011; Phalippou, 2013; Harris, Jenkinson, & Kaplan, 2014). La Figure 3 compare le rendement d'un investissement en PE ou dans l'indice boursier américain S&P 500 pour la période 2000-2017. Il apparaît clairement que le PE offre de meilleurs rendements.

Figure 3. Comparaison du rendement d'un investissement en PE et dans le S&P 500 sur la période 2000-2017



Source : Davies (2018)

Kaplan et Schoar (2005) ont, eux, découvert que les rendements bruts des fonds de PE surpassent le S&P 500, mais que les rendements nets sont en deçà (Phalippou et Gottschalg (2009) arrivent à la même conclusion). Ils ont attribué leur découverte aux compétences et à la qualité du commandité et ont conclu que, puisque les commandités ont accès à un *proprietary deal* et que les commandités de qualité sont rares, la différence de rendement pourrait persister. Ils ont ainsi fourni la première preuve de la persistance des performances des fonds PE. D'autres études plus récentes confirment également cette persistance, comme Buchner, Mohamed, et Schwenbacher (2016) et Korteweg et Sorensen (2017). Toutefois, une baisse de cette surperformance est constatée et est expliquée par les marchés de PE devenus plus matures et par conséquent plus compétitifs (Braun, Jenkinson, & Stoff, 2017).

Deuxièmement, d'un point de vue financier, c'est-à-dire comparé à d'autres investissements, l'engagement est considéré comme à long terme par les investisseurs, bien que pour les entreprises ceci corresponde plus à du court ou moyen terme. De plus, les investissements eux-mêmes sont illiquides, c'est-à-dire

que les investisseurs peuvent difficilement revendre leurs participations dans un fonds.

Finalement, on peut s'attendre à ce que l'industrie du PE soit particulièrement sensible au cycle économique, étant donné que des taux d'intérêt bas (élevés) et un marché boursier déprimé (porteur) sont des conditions favorables (défavorables) pour que le modèle génère des rendements élevés (Watt, 2008). Les fonds de PE qui investissent pendant les récessions économiques ont une meilleure performance que ceux qui investissent en période de croissance économique (Wilson, Wright, Siegel, & Scholes, 2012). Le capital apporté par les fonds de PE lorsque les marchés des capitaux sont faibles remplissent donc une lacune critique (Strömberg, 2009).

Pour résumer, un investissement en PE est donc un investissement risqué, à long terme, illiquide, sensible au cycle économique et offrant des rendements supérieurs à tout autre forme d'investissement. Toutefois, même si ces rendements élevés sont effectivement atteints, cela n'est pas forcément dû à une performance attribuable aux commandités, mais peut être simplement une compensation pour le risque supplémentaire.

1.9 Mauvaise réputation du PE

Malgré les avantages que présentent les fonds de PE, il existe beaucoup de préoccupations quant à leur *business model*. Selon Watt (2008), beaucoup des préoccupations soulevées découlent de la perception de l'opinion publique qu'une partie des gains se fait au détriment direct ou indirect d'autres membres de la société au sens large. Le rendement du PE pourrait donc en partie provenir d'une redistribution de valeur d'une ou de plusieurs parties prenantes vers les gestionnaires de fonds. Ces parties prenantes sont le plus souvent :

- 1) **Les employés** : pertes d'emplois, réductions de salaires, augmentation de l'intensité du travail et une détérioration des conditions de travail dans les entreprises de portefeuille seraient la conséquence de l'entrée d'un fonds dans l'actionnariat. (Achleitner & Klöckner, 2005; Amess & Wright, 2007).

- 2) **La société de portefeuille** : d'une part la prédominance d'une orientation à court terme peut avoir des répercussions sur la viabilité de l'entreprise à long terme. Ceci se traduirait par une réduction des investissements réels à long terme dans des actifs et dans les ressources humaines. Une forme plus agressive de ce court-termisme est l'*asset stripping*, où le fonds de PE va vendre les actifs de sa société de portefeuille afin d'augmenter les cash flows et ainsi rembourser la dette. Et d'autre part, les niveaux élevés de dette dans le système de PE pourraient en réalité générer des risques potentiels accrus pour la viabilité des sociétés qui en bénéficient et éventuellement conduire à une faillite ou une liquidation (Hotchkiss, Strömberg, & Smith, 2014).
- 3) **Les commanditaires** : comme expliqué précédemment, la rémunération du commandité vise à aligner autant que possible les intérêts du commandité et des commanditaires. Pourtant, certains conflits d'intérêts persistent. Ceux-ci concernent principalement le fait que les commandités attachent une grande importance à la taille des fonds, tandis que les commanditaires se concentrent principalement sur le rendement des investissements (Ligterink et al., 2017). Cette divergence peut conduire à des investissements moins favorables de la part du commandité, en particulier à la fin de la durée d'un fonds car il serait trop axé sur la taille du prochain fonds. La réputation du commandité et la bonne sélection par les commanditaires des commandités doivent prévenir ce comportement.
- 4) **Le gouvernement et les autorités fiscales** : les LBOs vont de pair avec une dette relativement importante. Cela conduit à des économies d'impôts grâce à une déduction d'intérêts élevée. Les déficits des recettes de l'impôt sur les sociétés et la distorsion des règles du jeu entre les entreprises résultent de cette déductibilité fiscale des paiements d'intérêts (Knauer, Lahmann, Pflücke, & Schwetzler, 2014).

D'autres parties prenantes peuvent également être impactées. Il s'agit principalement de fournisseurs qui peuvent être forcés de faire des concessions ou de créanciers qui peuvent également être poussés à réduire leurs exigences.

La question qui nous préoccupe est de savoir si l'implication du PE ajoute de la valeur aux entreprises dans lesquelles le fonds a investi. Étant donné qu'une telle

valeur ajoutée est une condition *sine qua non* pour qu'un fonds de PE obtienne des rendements, il devrait être évident que le PE, dans son ensemble, ajoute de la valeur aux entreprises en portefeuille. La question subséquente est de savoir s'il s'agit d'une véritable création de valeur ou d'une conséquence de stratagèmes financiers. Les preuves que sont les gains massifs réalisés sur des périodes relativement courtes suggèrent que les fonds de PE peuvent ajouter de la valeur, au sens strict d'augmenter la valeur du capital (prix de vente, capitalisation des actions). Cependant, cela peut être dû à la capacité du fonds de repérer des sociétés sous-évaluées et / ou de tromper les acquéreurs via le paiement d'un prix excessif. Notre mémoire se concentre principalement sur cette problématique qui sera abordée dans la deuxième partie.

Ce qu'il faut retenir de ce chapitre

La société en commandite en tant qu'intermédiaire entre les investisseurs institutionnels et les sociétés de portefeuille a émergé en réponse à plusieurs préoccupations importantes du marché public, notamment la discipline du management et les asymétries d'informations. Le PE est donc un *business model* qui instaure un modèle de gouvernance permettant d'aligner les intérêts du management et des commanditaires, au travers d'un contrat de rémunération assorti de fortes incitations financières et souvent d'une obligation de co-investir. Cette obligation implique que le management ne profite pas seulement si les choses vont bien, mais subisse également les conséquences lorsque les choses tournent mal. La direction ne peut normalement pas vendre son investissement avant qu'une sortie ait eu lieu. Cette illiquidité prive la direction de l'incitation à manipuler les résultats à court terme (Kaplan & Strömberg, 2009). La combinaison d'un contrôle maximal et d'une asymétrie d'information minimale réduit les conflits d'intérêts, caractéristique des sociétés cotées.

De plus, la vue objective de la société de PE facilite une éventuelle réorganisation de la société rachetée. En outre, les sociétés de PE peuvent contribuer à un changement d'orientation stratégique grâce à l'apport de solidité financière, de leur expertise et de l'accès à un réseau de spécialistes dans l'industrie. Le changement d'orientation stratégique implique souvent la cession de certaines activités non stratégiques et des acquisitions afin de renforcer les activités de base.

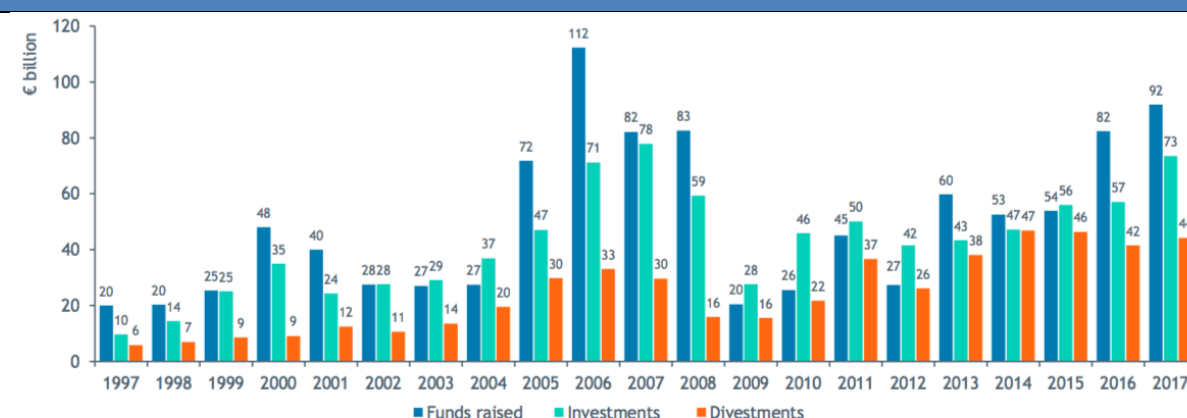
Malgré certaines critiques abordées, le PE possède des avantages par rapport à d'autres formes d'investissement. Il a le potentiel de créer de la valeur pour différentes parties prenantes. Cela devrait se traduire par une meilleure performance et croissance des entreprises financées par des sociétés de PE par rapport aux entreprises financées par des actions cotées ou des entreprises privées qui ne sont pas financées par des sociétés de PE. Ceci suggère également que les investisseurs privés peuvent s'attendre à des rendements ajustés au risque plus élevés. Ces rendements plus élevés forment la base de la deuxième partie du mémoire.

Chapitre 2. Introduction au marché du PE en Belgique

Ce chapitre est un court aperçu du marché belge du PE, et a pour but de faciliter l'interprétation des réponses des professionnels du PE en Belgique tout au long du mémoire.

Le marché mondial des investissements en PE était à son apogée en 2006 et, en dehors de la crise qui a suivie, le marché n'a fait qu'augmenter au cours des trois dernières décennies. Cependant, il s'est développé par vagues fortement influencées d'une part, par la disponibilité de la dette et d'autre part, par la facilité avec laquelle les désinvestissements sont possibles. Les opportunités de désinvestissements dépendent du climat boursier et des conditions favorables ou non à une introduction en Bourse ou à des acquisitions (Ligterink et al., 2017). Ceci se voit clairement dans les chiffres de Invest Europe, un organisme qui regroupe les données de 1250 sociétés européennes de PE (les statistiques de 2017 couvrent 89% des 640 milliards d'euros de fonds sous gestion en Europe).

Figure 4. Marché du Private Equity en Europe : fonds levés, investissements et désinvestissements sur la période 1997-2017 ; en milliards d'euros

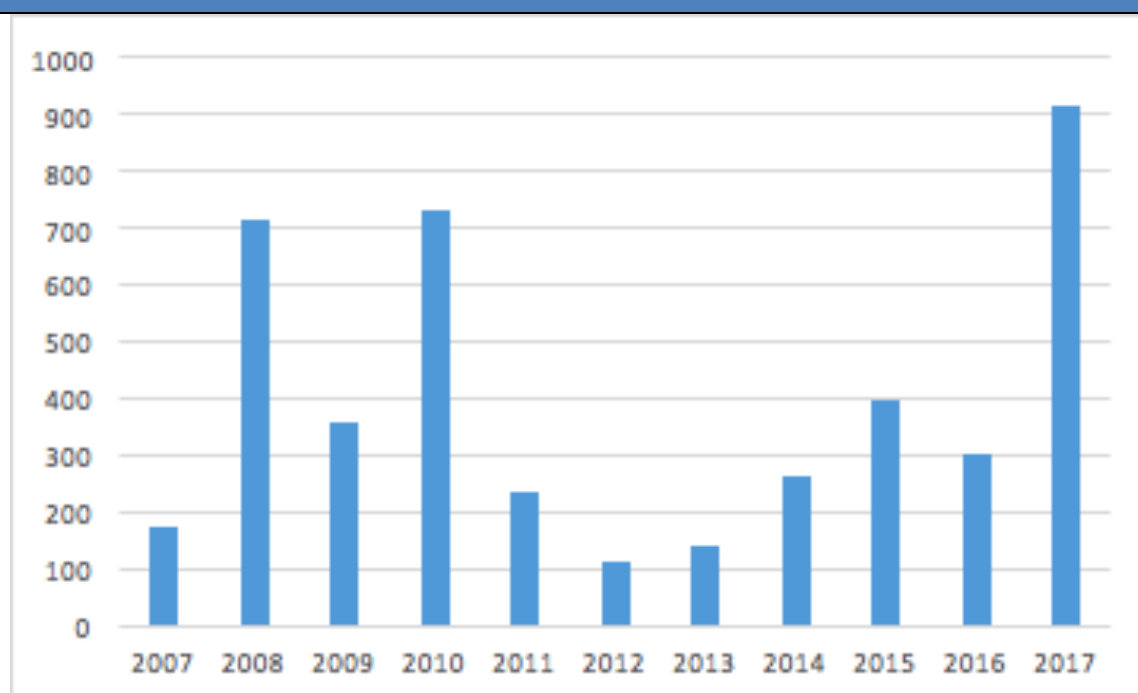


Source: Invest Europe (2018)

Les chiffres en Belgique suivent une évolution tout à fait similaire au marché européen. Ceci est logique car le PE en tant que modèle de gouvernance présente peu de différences fondamentales entre les différents pays. C'est donc une activité très axée vers l'international : les fonds belges investissent en Belgique et à

l'étranger et il en va de même pour les fonds des autres pays. Quoi qu'il en soit, la somme de fonds levés en 2017 a atteint un peu plus de 913 millions d'euros, le niveau le plus élevé en Belgique depuis 2007. Les fonds levés étaient alors de 174 millions d'euros. Ceci représente un taux de croissance annuel composé de 18%.

Figure 5. Fonds levés par des sociétés Belges de PE sur la période 2007-2017 ; en millions d'euros

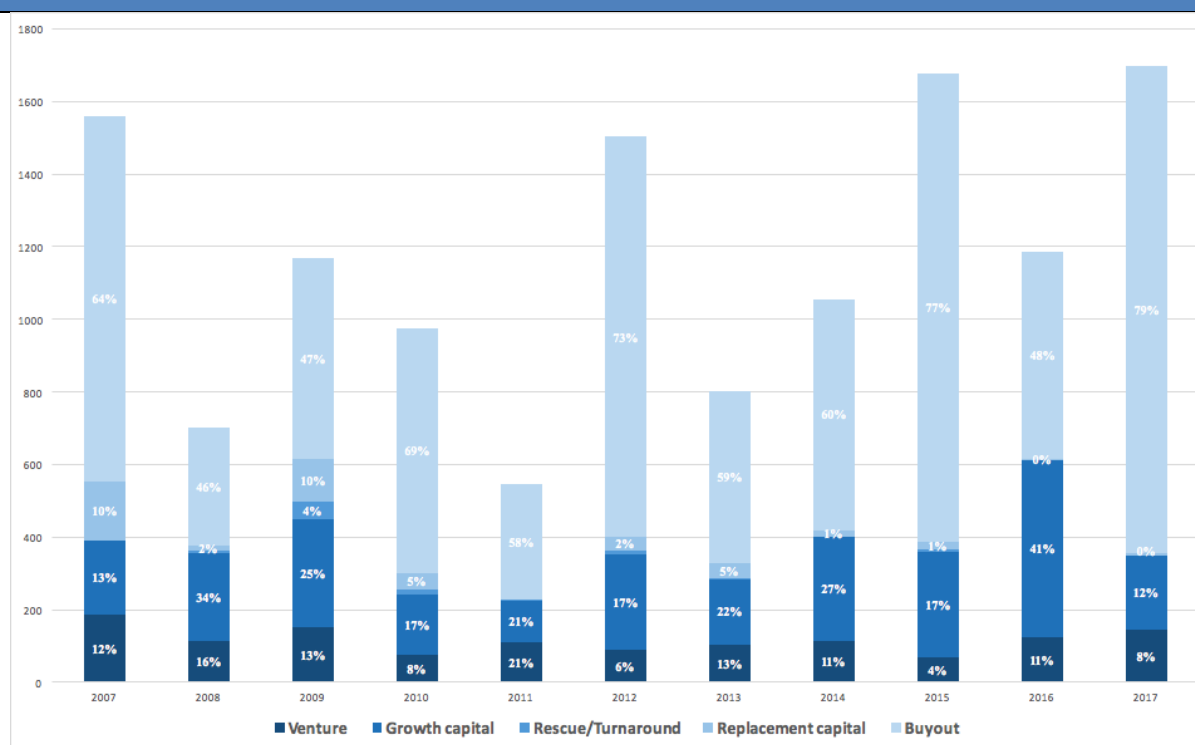


Source: Invest Europe (2018)

Note : ceci inclut les fonds levés par des VC

Les investissements réalisés en Belgique sont en croissance depuis la crise. En 2017, les investissements totaux étaient de 1,7 milliards d'euros, dont 1,43 milliards d'euros venaient de sociétés de buyout, et représentaient au total 0,34% du PIB pour la même année. Pour les investissements des buyouts, ceci représente une augmentation de plus de 135% par rapport à l'année précédente et un taux de croissance annuel composé de 17% depuis 2008, année durant laquelle les investissements étaient de 0,33 milliards d'euros. Pour les investissements, il semblerait que les pourcentages attribuables aux différents types de fonds restent relativement constants, le buyout et le capital de croissance étant les deux types prédominants en Belgique.

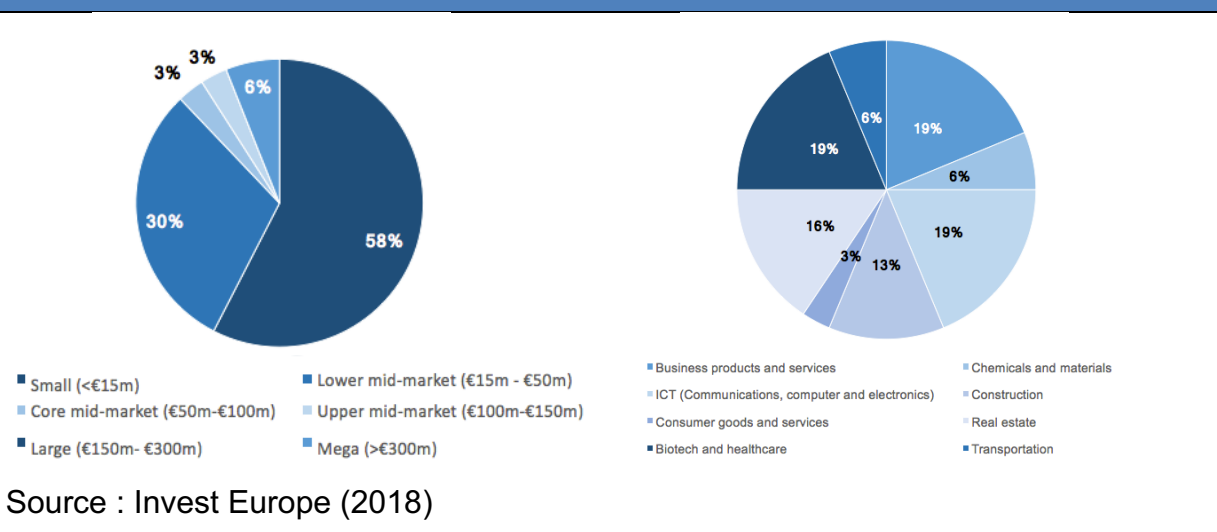
Figure 6. Investissements par type de fonds en Belgique sur la période 2007-2017 ; en millions d'euros



Source : Invest Europe (2018)

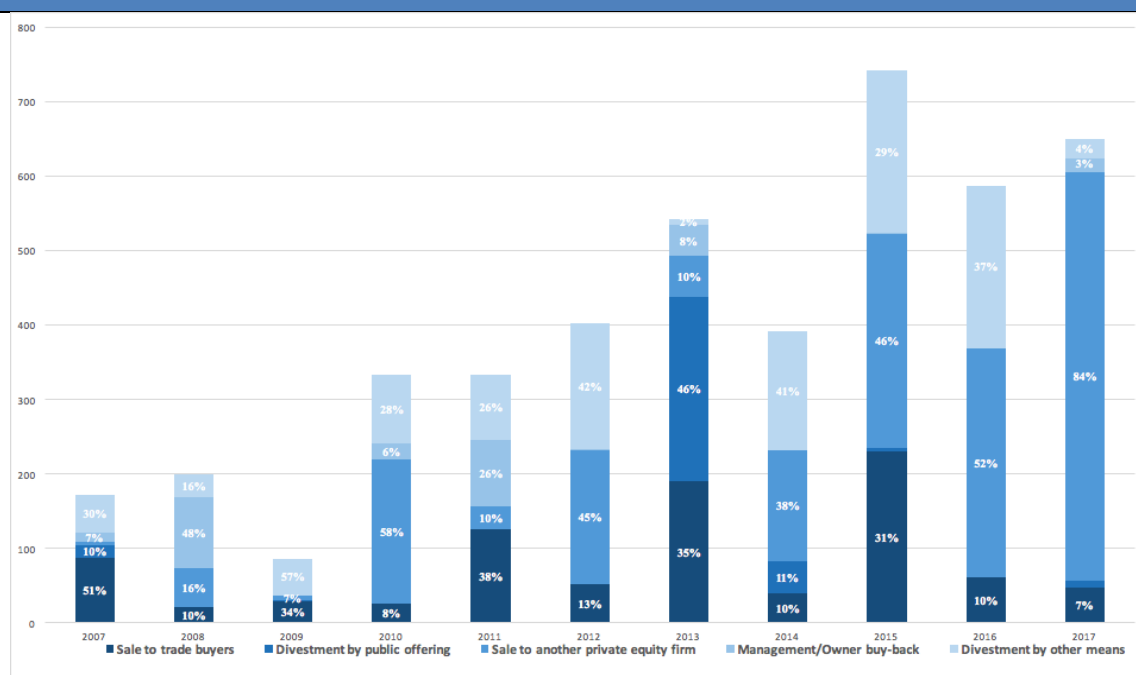
De ces 1,43 milliards d'euros investis par les sociétés de buyout en Belgique, plus de la moitié a été investie dans des tickets de moins de 15 millions d'euros et 30% dans des tickets entre 15 et 50 millions d'euros. Il semblerait donc que les plus petits marchés soient les plus actifs en Belgique, avec un nombre très limité d'investissements dépassant des tickets de 150 millions d'euros. Les secteurs dans lesquels on investit le plus en Belgique sont la biotechnologie et des soins de santé, les technologies de l'information et de la communication et les produits et services pour les entreprises.

Figure 7. Pourcentages des investissements de buyout en Belgique en 2017 par taille des tickets et selon les secteurs



Les fonds de buyout belges ont vendu leurs participations principalement à des acheteurs stratégiques et à d'autres fonds de PE. L'on peut également voir que l'importance des rachats secondaires augmente. Ce n'est pas seulement le cas en Belgique, mais aussi dans le monde entier. L'augmentation de ces rachats secondaires s'explique en partie par l'abondance de capital à investir sur le marché du PE. De plus, un rachat secondaire peut être optimal pour la création de valeur totale s'il existe des compétences complémentaires dans les rachats successifs, c'est-à-dire que le nouvel investisseur peut avoir des compétences nécessaires au développement de la société que l'ancien actionnaire était incapable d'offrir (Ligterink et al., 2017). Il n'est également pas surprenant de voir qu'un très petit pourcentage des désinvestissements s'est fait par OPI dans les années suivant la crise, dû à la faible liquidité du marché public en période post-crise.

Figure 8. Désinvestissements d'entreprises belges par des fonds de buyout en fonction des différentes voies sur la période 2007-2017 ; en millions d'euros



Source : Invest Europe (2018)

Il faut toutefois faire attention quant à l'interprétation de ces chiffres. Tout d'abord, Invest Europe compte uniquement sur le bon vouloir des sociétés de Private Equity de leur transmettre leurs données, ce qui veut forcément dire qu'ils n'incluent pas la totalité des transactions. Deuxièmement, le marché du Private Equity belge étant relativement petit, une grosse transaction durant une année peut facilement biaiser la plupart des chiffres et par conséquent les analyses qui en découlent.

Ce qu'il faut retenir de ce chapitre

Le marché du PE belge est un petit marché, croissant et influencé par le marché mondial. Les fonds de buyout sont responsables d'une grande partie de ce marché. Ils investissent le plus dans des petits deals de moins de 15 millions d'euros dans les secteurs de la biotechnologie et des soins de santé, les technologies de l'information et de la communication et les produits et services pour les entreprises. Leurs désinvestissements se font le plus souvent par une vente à un acteur stratégique ou à un autre fonds de PE.

PARTIE 2.

ANALYSE DES RENDEMENTS ET DE LA PERFORMANCE

La partie 1 s'est concentrée sur les avantages du *business model* du PE ainsi que sur sa mauvaise réputation. Il en ressort néanmoins que les investisseurs peuvent s'attendre à percevoir des rendements plus élevés que pour d'autres types d'investissement. Ces rendements plus élevés proviennent idéalement de la création de valeur par le fonds de PE dans les entreprises de portefeuille. L'objectif de la deuxième partie est donc d'analyser ces rendements plus en détail afin de mesurer l'impact des PE sur les sociétés de portefeuille.

Pour ce faire, le premier chapitre détaille les mesures traditionnelles utilisées pour calculer le rendement de fonds de PE. Toutefois, ces mesures ne permettent pas de les comparer au marché ou de déterminer l'origine des rendements. Pour pallier à ces manquements des mesures traditionnelles, nous analysons deux méthodes de décomposition des rendements qui permettent d'isoler l'effet de la performance des entreprises. Ceci nous permet de déterminer dans quelle mesure le rendement des fonds de PE dépend de (l'amélioration de) la performance des entreprises de portefeuille, en parcourant la littérature et en la comparant aux avis de professionnels du PE en Belgique. Ensuite, afin d'examiner l'impact des fonds de PE sur la performance des sociétés rachetées, nous testons les hypothèses suivantes :

- 1) *Les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille au cours de la période de détention.*
- 2) *Les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille plus que celle des entreprises comparables au cours de la période de détention.*

Le second chapitre parcourt la littérature existante relative à l'évolution des performances des entreprises de portefeuille. La performance est comparée avant et après le rachat et ensuite à celles d'entreprises comparables non détenues par des fonds de PE, dans le but de confirmer ou de réfuter les hypothèses d'un point de vue théorique. Les conclusions théoriques sont alors mises en parallèle avec les avis de professionnels du PE en Belgique.

Chapitre 1. Analyse du rendement des fonds de PE

Il existe de nombreuses mesures qui permettent de calculer le rendement des fonds de Private Equity. Certaines d'entre elles sont fort utilisées par les gestionnaires de sociétés de PE, tandis que d'autres sont presque exclusivement utilisées dans la littérature et très peu en réalité. Un aperçu de ces différentes mesures ainsi que leurs manquements sont présentés dans ce chapitre.

1.1 Mesures traditionnelles des rendements

1.1.1 Multiple du Capital Investi (MCI)

Une première mesure est celle du Multiple du Capital Investi (MCI), appelé *Multiple on Money (MoM)* en anglais. C'est une mesure *cash-on-cash* (un ratio entre deux cash flows) de ce que les investisseurs perçoivent et est calculée simplement en divisant la valeur des versements qu'un investisseur reçoit par la valeur du capital initial investi.

Ce multiple a cependant des limitations. Premièrement, il ignore la valeur temporelle de l'argent, ce qui rend la comparaison entre deux investissements de durées fort différentes biaisée. Deuxièmement, il ne donne un aperçu des rendements que proportionnellement au capital investi initialement, mais ne donne aucune indication relative à la taille d'un projet ou à ses rendements absolus. Enfin, lorsque ce multiple est calculé pour un fonds en entier plutôt que pour une transaction particulière, il est fortement influencé par les tickets plus larges (BVCA, 2015).

1.1.2 Taux de rendement interne (TRI)

Gallo définit le taux de rendement interne (TRI) comme "*le taux auquel un projet atteint son seuil de rentabilité.*" (Gallo, 2016). Cela signifie que le TRI est le taux d'actualisation pour lequel la valeur nette actuelle d'un projet ou d'un investissement est nulle, en prenant en compte tous les cash flows du projet. Le PE étant caractérisé par le timing irrégulier des cash flows des investisseurs vers les gestionnaires du fonds et inversement, le TRI est très utile pour comparer le rendement d'investissements qui diffèrent à cet égard. Les commandités ont tendance à indiquer les TRIs bruts dans leurs démarches marketing car ceux-ci sont

plus élevés et donc plus attrayants, bien que les commanditaires soient intéressés par les TRIs nets.

Malgré sa facilité de calcul et d'utilisation, le TRI connaît cependant certaines limites. Il assume en effet que les cash flows (versés aux investisseurs) soient réinvestis au même taux que le TRI. Dès lors, il est possible de gonfler artificiellement la performance en modifiant le timing des distributions des cash flows aux investisseurs. Phalippou (2008) fait part de son scepticisme quant au TRI et recommande d'utiliser le Taux de Rendement Interne Modifié (TRIM) plutôt que le TRI. Cette version améliorée du TRI permet d'assumer un taux de réinvestissement distinct du taux de rendement du projet auquel les commanditaires vont réinvestir les cash flows positifs. Le taux de rendement total de l'investissement est ensuite calculé en prenant en compte tous les cash flows, les cash flows du projet ainsi que les résultats du réinvestissement de ces cash flows. Bien qu'elle soit théoriquement plus robuste et plus correcte que le TRI, cette mesure n'est pas beaucoup utilisée en pratique, à cause des taux de réinvestissement différents pour chaque commanditaire (BVCA, 2015; Phalippou, 2008).

1.2 Mesures de décomposition du rendement

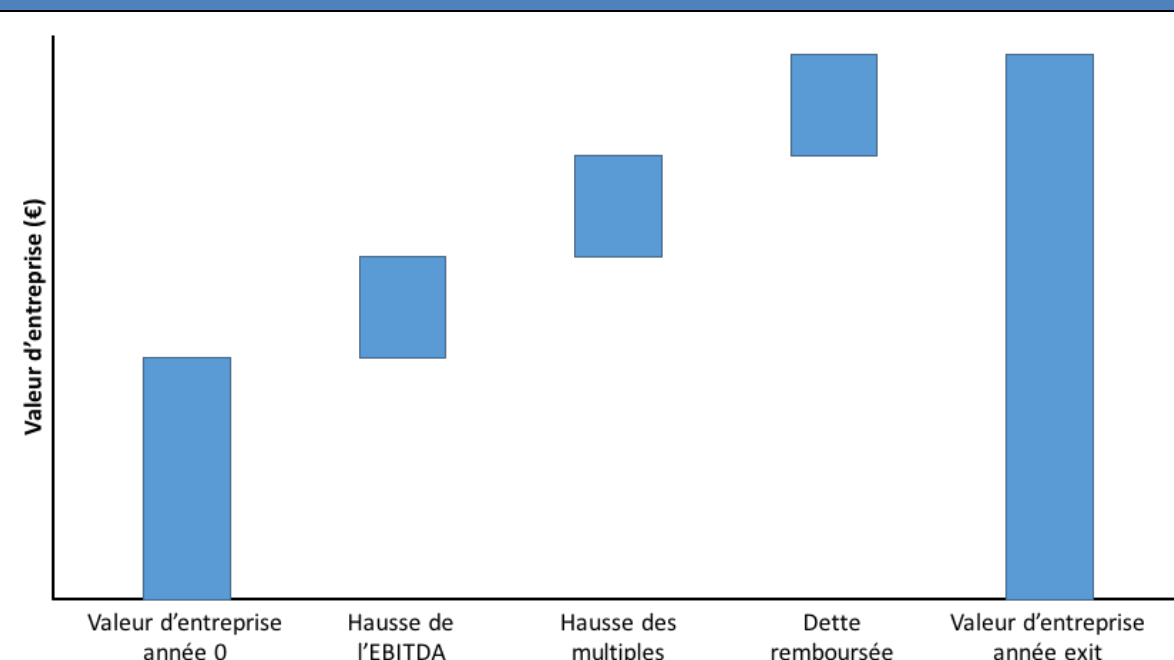
Dans une étude publiée par KPMG International, Courtois, McPhee, et Rerolle (2016) expliquent que les mesures traditionnelles de la performance (TRI et MCI) ne sont pas suffisantes pour déterminer la performance réelle de sociétés de PE. Ils décrivent deux méthodes pour décomposer le rendement total en PE et ainsi expliquer quelle partie de ce rendement est réellement attribuable à l'expertise des sociétés de PE.

1.2.1 Le value bridge

La première, 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).

Le *value bridge* divise le profit pour le fonds de PE lors d'une revente en trois parties :

Figure 9. Illustration d'un value bridge



Source : adapté de Courtois et al. (2016)

Note : les ordres de grandeur sont utilisés à titre illustratif et peuvent varier des proportions obtenues en réalité

- 1) L'effet d'une hausse des profits de l'entreprise pendant la période de détention, calculés par une **hausse de l'EBITDA**. Il peut augmenter de manière organique, c'est-à-dire une croissance interne qui résulte de l'expérience et de l'expertise apportée par le fonds de PE, surtout via une augmentation des revenus et une amélioration de la marge EBITDA. D'un autre côté, l'EBITDA peut augmenter de manière inorganique via des acquisitions, ce qui a pour effet de combiner les EBITDA tout en réduisant différents coûts grâce aux synergies entre les deux entreprises.
- 2) L'effet de la **hausse du multiple de valorisation**. Même s'il n'y a pas de changement dans les flux de trésorerie de l'entreprise après le rachat, les valeurs des entreprises peuvent bénéficier de la hausse des multiples de valorisation du marché ou du secteur industriel (Guo et al., 2011). Le multiple de valorisation

peut également augmenter grâce aux actions du management en procédant à du M&A. Les acteurs plus importants sont généralement valorisés avec des multiples plus élevés que les plus petits (Kyle, 2017).

- 3) La quantité de dette que l'entreprise a remboursée au cours de la période de détention, appelée **deleverage**. Les entreprises détenues par les fonds de PE vont utiliser une partie du cash pour rembourser la dette qu'elles ont contractée. Par conséquent, ceci fait croître la base d'équity dans la structure de financement et les rendements du fonds de PE, comme démontré par le tableau 1 de la première partie.

1.2.1.1. Manquements du *value bridge*

Bien que d'un point de vue comptable le *value bridge* soit correct, il nécessite cependant une grande précaution lors de l'analyse. D'un point de vue économique, il y a un nombre de manquements sous-jacents à la croissance de l'EBITDA, l'évolution des multiples de valorisation et de la dette. C'est pourquoi l'ILPA est consciente que cette mesure doit être réformée et adaptée (ILPA, 2011).

- 1) Dans la première partie du rendement, le *value bridge* ne fait pas de distinction entre l'effet des actions du manager du fonds de PE et les effets de la croissance des marchés, qui tous deux font augmenter l'EBITDA. Il est impossible de déterminer si le fonds est bon en *stock-picking* et *market timing* ou s'il crée de la valeur. Cependant, le *value bridge* attribue l'entièreté de cette augmentation des profits aux actions des gestionnaires de la société de PE.
- 2) Le même raisonnement s'applique aux multiples utilisés pour valoriser l'entreprise. En effet, une partie de la hausse des multiples est attribuable aux actions des managers. C'est pourquoi l'évolution du multiple de valorisation employé doit être analysée conjointement à l'évolution des multiples sur le marché. Ici aussi le *value bridge* attribue l'entièreté de l'effet des multiples aux actions des managers.
- 3) Le *value bridge* ne considère que la quantité de dette remboursée en termes absolus au cours de la période de détention. Selon cette approche, plus l'entreprise rembourse une quantité importante de dette, meilleur sera son rendement. Si l'on devait établir un classement en fonction de la quantité de dette remboursée (ligne (4) du tableau 2), la structure A arriverait en premier,

tandis que la structure C serait la moins bien classée. Ce classement est l'inverse de celui obtenu par le rendement sur l'équity (ligne (6) du tableau 2). Le *value bridge* offre dès lors une vue incomplète de l'effet de la dette sur le rendement des fournisseurs d'équity (Courtois et al., 2016).

Tableau 2. Illustration du manquement du *value bridge* relatif à la dette

		Structure A	Structure B	Structure C
Année 0	Dette	250	500	750
	Equity	750	500	250
	Valeur d'entreprise	1000	1000	1000
Année exit	Dette remboursée	234,6	187,7	140,8
	Equity fin	984,6	687,7	390,8
	Rendement equity	1,31x	1,38x	1,56x

Source : adapté de Courtois et al. (2016)

Les hypothèses sont :

- Un EBIT de 75 stable pendant 5 ans
- Un coût de la dette de 5%
- Un taux d'imposition de 30%
- L'entièreté des free cash flows est utilisée pour rembourser (une partie de) la dette résiduelle.

Une analyse détaillée se trouve en Annexes.

Le *value bridge* offre donc une indication quant à l'origine du rendement (absolu) réalisé par le fonds de PE, mais n'indique en rien à qui cette performance est à attribuer. Le *value bridge* offre dès lors la possibilité aux managers de PE de s'attribuer plus de mérites pour les profits d'un rachat que ceux dont ils sont réellement responsables. C'est pourquoi il est nécessaire de trouver une mesure correcte de la création de valeur par les fonds de PE (Courtois et al., 2016).

1.2.2 La création de valeur guidée par les marchés

Pour répondre aux manquements du *value bridge*, Acharya, Gottschalg, Hahn, et Kehoe (2012) ont ouvert une nouvelle voie dans la littérature académique en introduisant la méthode de création de valeur guidée par les marchés. Ils décomposent le TRI en trois composantes :

- 1) Le rendement sur cette même période d'un benchmark du marché boursier.
- 2) L'impact d'une utilisation de la dette qui viendra gonfler le rendement obtenu.
- 3) Un élément résiduel qui mesure la performance anormale, c'est-à-dire la performance supplémentaire qu'une entreprise a délivrée par rapport à ses pairs, après avoir décompté les effets du levier financier. Cet élément capture le rendement associé à des changements dans la performance opérationnelle et à des éléments attribuables aux gestionnaires des fonds de PE, comme les compétences du partenaire en charge d'un deal.

Bien que la méthode de création de valeur guidée par les marchés soit plus complexe que le *value bridge*, elle est plus informative. Elle permet de déterminer si en moyenne, les fonds de PE génèrent une performance anormale qui est significativement positive. Les conclusions obtenues par la méthode de création de valeur guidée par les marchés peuvent être fort différentes de celles obtenues en analysant les mesures de rendement traditionnelles. Par exemple, un TRI de 20% peut être expliqué à hauteur de 15% par la hausse globale (de l'indice) du marché et 8% peuvent provenir de l'effet de levier de la dette. Ceci implique donc que l'élément résiduel vaut -3%, ce qui traduirait une destruction de valeur de la part des managers du fonds de PE.

Le revers de la médaille de cette méthode est que le TRI, qui est le point de la départ, peut être une mesure non fiable des rendements absolus que les investisseurs reçoivent effectivement, comme cela a été expliqué plus haut.

Etant donné que cette méthode de décomposition des rendements du PE est récente, elle n'est que très peu utilisée dans la littérature. Pour la même raison, le monde du PE utilise généralement le *value bridge*, le TRI, le MCI ou une combinaison de ces trois méthodes. Courtois et al. (2016) sont néanmoins

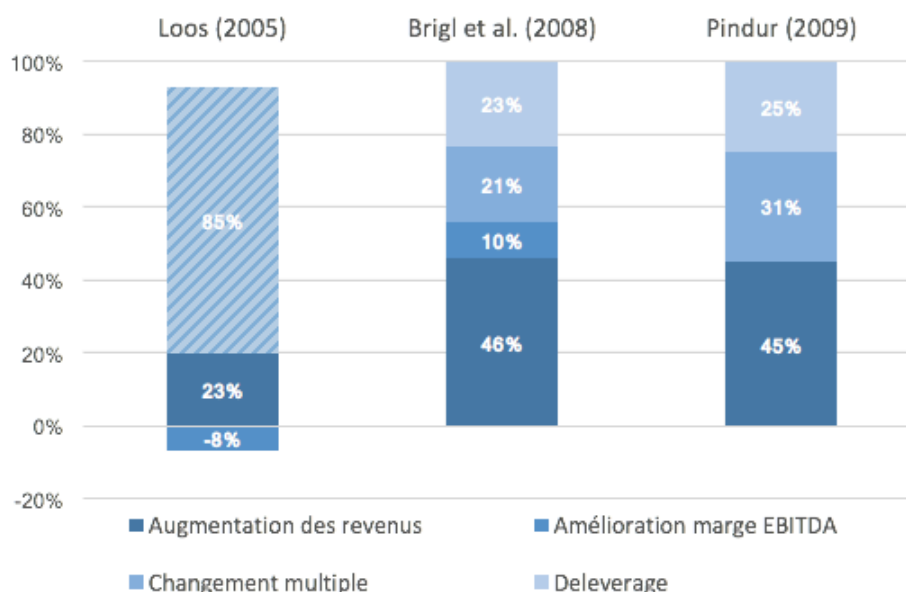
convaincus par ses avantages et prônent une utilisation plus importante de cette nouvelle méthode, ce qui nous pousse à croire qu'elle sera plus utilisée dans le futur.

1.3 Etudes empiriques sur la décomposition du rendement

Les théories décomposant les rendements des fonds de PE semblent indiquer qu'une partie de ce rendement est attribuable à leurs actions. Dans un premier temps, cette section résume les études les plus pertinentes, parmi le peu d'études traitant du sujet, pour chacune des méthodes de décomposition qui tentent d'estimer dans quelle mesure le rendement est justement attribuable aux actions des fonds. Dans un deuxième temps, ces résultats sont comparés à certains avis des professionnels du monde du PE qui ont été interviewés dans le cadre de ce mémoire.

Brigl, Herrera, Liechtenstein, Meerkatt, Prats, et Rose (2008) subdivisent la croissance de l'EBITDA en fonction de la contribution de la croissance des ventes et de l'amélioration de la marge de l'EBITDA. Ils déterminent ainsi que pour leur échantillon de 32 sociétés européennes, 46% du rendement est dû à l'augmentation des revenus, 10% à l'amélioration de la marge de l'EBITDA, 21% au changement du multiple et 23% au remboursement de la dette. Pindur (2009) arrive à des conclusions similaires. Loos (2005) a une approche semblable mais arrive à la conclusion que 85% provient des multiples et de la dette, alors que 23% vient de l'augmentation des revenus, ce qui implique une détérioration de la marge de l'EBITDA de 8%.

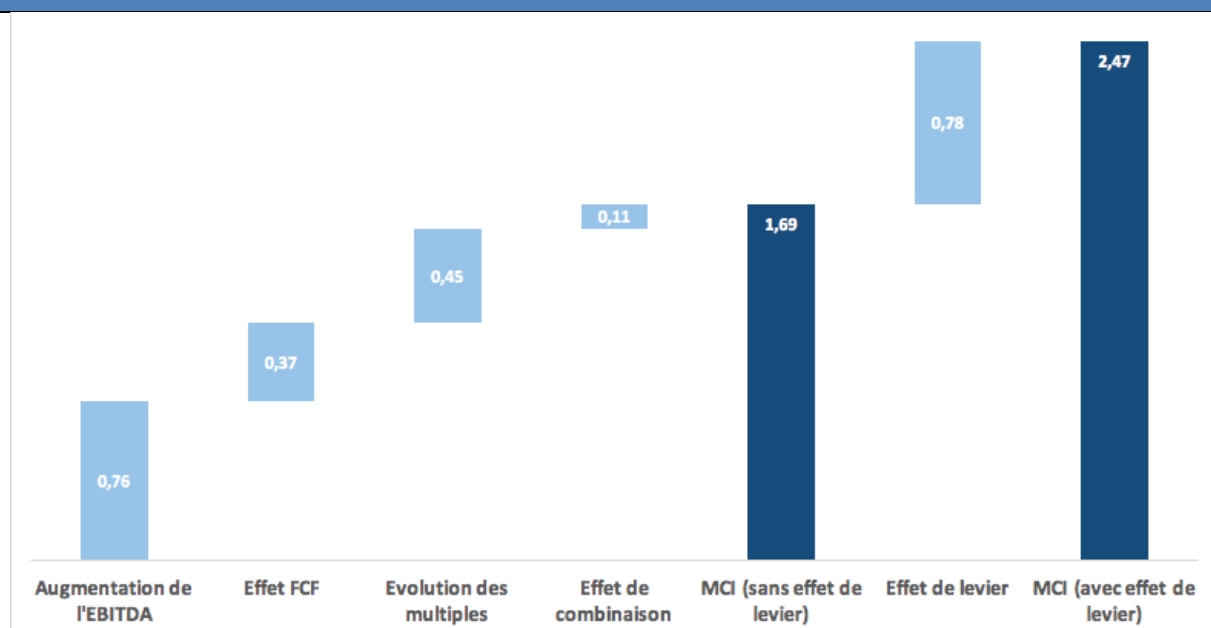
Figure 10. Décomposition du MCI dans la littérature



Note: la somme ne vaut pas toujours 100% à cause des arrondis.

Cependant, selon Achleitner, Braun, Engel, Figge, et Tappeiner (2010), l'approche de création de valeur exposée ci-dessus ne tient pas explicitement compte du fait que les attentes du rendement d'un investissement comportent deux composantes : i) le risque opérationnel et ii) le risque financier. Cette lacune a deux implications majeures : premièrement, l'impact de l'effet de levier sur le rendement des capitaux propres ne peut être quantifié, et deuxièmement, parce que les ratios d'endettement varient d'un rachat à l'autre, une comparaison entre les rachats n'est pas possible. Par conséquent, ils ont étendu l'approche décrite ci-dessus afin de résoudre ces problèmes. Leur principale conclusion est que la création de deux tiers de la valeur peut être attribuée aux effets opérationnels et aux multiples, tandis que le tiers restant est dû à l'effet de levier. Leur décomposition exacte pour une unité monétaire investie est comme suit :

Figure 11. Décomposition du rendement selon Achleitner, Braun, Engel, Figge, et Tappeiner (2010)



Source : Achleitner et al. (2010)

Pour chaque unité monétaire investie, l'investisseur perçoit en moyenne 2,47 fois sa mise. L'effet FCF (Free Cash Flows) représente les cash flows disponibles générés au niveau de l'entreprise qui sont disponibles pour rembourser la dette et pour financer les dividendes.

Acharya et al. (2012) appliquent leur méthode de création de valeur guidé marchés sur un échantillon de LBOs au Royaume-Uni. Ils estiment qu'en moyenne, les sociétés de PE ont un impact positif sur la performance opérationnelle au cours de la période de détention qui se traduit par une augmentation de la marge EBITDA et du multiple EBITDA de respectivement 1% et 1,1x, en termes absolus, de plus que leurs pairs sectoriels. Les sociétés de PE créent donc de la valeur économique dans leurs sociétés de portefeuille grâce à des améliorations opérationnelles. La marge EBITDA et le multiple EBITDA apparaissent comme étant des déterminants importants de la performance anormale. Un changement dans l'une de ces deux mesures a un impact positif et économiquement significatif sur la performance anormale. L'étude démontre également que près d'un tiers de la performance anormale est expliquée par des changements de la performance opérationnelle. Sur base de leur échantillon,

Acharya et al. (2012) concluent qu'en moyenne 34% du rendement total d'un deal (TRI) provient de la performance anormale et est donc attribuable à l'expertise des sociétés de PE, 50% est dû à l'utilisation de l'effet de levier de la dette et les 16% restants sont attribuables à l'exposition d'une entreprise à l'industrie. L'étude confirme dès lors que les firmes de PE génèrent des rendements plus élevés que les benchmarks et que ces rendements ne sont pas uniquement expliqués par l'exposition à un secteur ou par l'effet de levier financier, l'élément résiduel étant positif.

D'autres études ont aussi tenté de décomposer le rendement de sociétés. Guo et al. (2011) démontrent que les améliorations de performance représentent 18,5% du rendement réalisé par le fonds de PE. De plus, ils constatent que les augmentations des multiples de valorisation de l'industrie et les avantages fiscaux réalisés sont économiquement aussi importants que les gains d'exploitation pour expliquer les rendements réalisés. De leur côté Jenkinson, Morkoetter, et Wetzler (2018) ont démontré que le market timing représente 16% du rendement total et permet donc aux fonds de PE de créer de la valeur supplémentaire pour leurs investisseurs en achetant lors de périodes de multiples bas et en revendant en périodes de multiples plus élevés.

Les études analysées estiment que la croissance de l'EBITDA représente au total environ 30 à 40% du rendement. Il est intéressant de noter que la partie du rendement expliquée par l'amélioration de la performance attribuable aux fonds (l'amélioration de la marge EBITDA) augmente au fil des années.

1.4 Décomposition du rendement selon les intervenants

Bien que la question ait été posée de manière quantitative, très peu de réponses fournies contiennent des pourcentages précis pour chacune des trois catégories. Les professionnels préfèrent en effet classer les sources du rendement de la plus importante à la plus faible. Il en ressort que presque tous accordent le plus d'importance à la croissance de l'EBITDA de la société. W. de Limburg et les intervenants 5 et 6 estiment que plus de la moitié du rendement est expliquée par la croissance de l'EBITDA. Cet élément voit également son importance augmenter ces

dernières années, ce qui amène les fonds de PE à y prêter une plus forte attention, comme illustré par les propos de P. Demaerel : *“La relation fonds - société de portefeuille est devenue beaucoup plus participative pour arriver à un résultat d'amélioration et de création de valeur.”* Afin d'améliorer les performances de la société et en particulier l'EBITDA, il est nécessaire d'y consacrer du temps, comme nous l'ont confirmé les intervenants 5 et 6 : *“la toute grande majorité de la performance vient de la croissance de l'EBITDA, ce qui passe par un engagement actif et continu auprès des sociétés”*. En général, les fonds pour lesquels la croissance de l'EBITDA est une composante importante du rendement se décrivent comme des actionnaires *hands on*.

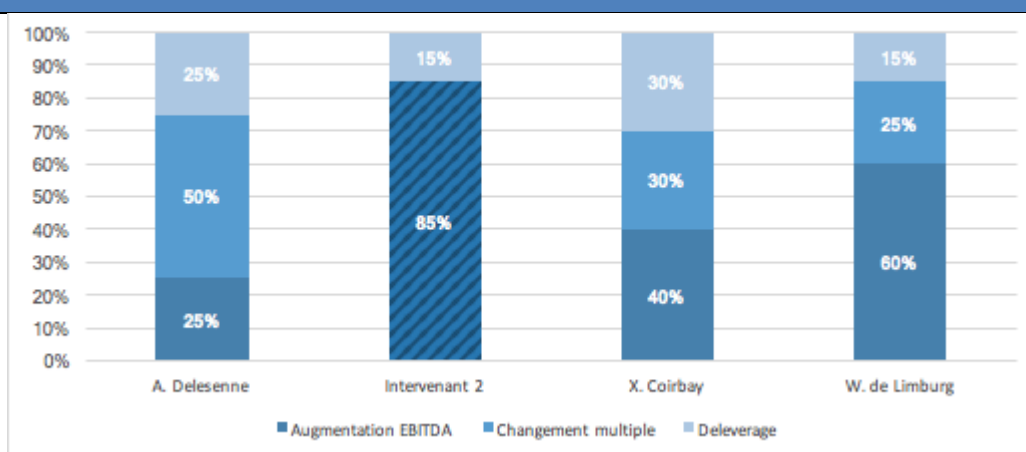
L'augmentation du multiple utilisé pour valoriser la société est la deuxième source la plus importante de création de valeur selon les intervenants. G. Samyn estime que *“l'évolution du marché et des multiples a justifié jusqu'à 40% de la performance”*. Les professionnels interrogés font ici la distinction entre une hausse qui résulte de l'évolution des multiples de l'industrie et du marché et une hausse qui est le résultat d'actions entreprises par le management de la société. La hausse des marchés, le *multiple uplift* a surtout joué un rôle important par le passé, ce qui risque de moins être le cas dans le futur selon les intervenants, car les multiples sont à des niveaux historiquement élevés. Les intervenants 1, 2, 5 et 6 expliquent qu'ils entreprennent des actions, en particulier des acquisitions, qui permettent de gonfler les multiples. Acheter de plus petites sociétés à des multiples plus faibles et les intégrer à l'entreprise de portefeuille pour constituer un ensemble plus gros va avoir un effet positif sur le multiple de valorisation. Dès lors, une création de valeur presque instantanée a lieu, car les petites sociétés rachetées sont désormais valorisées au même multiple, plus élevé, que le groupe entier. Cela a permis dans certains cas à Ergon d'avoir une hausse des multiples malgré des cycles qui baissent, comme l'a expliqué W. de Limburg.

Le *deleverage* est placé en dernière position par tous les interviewés, à l'exception de X. Coirbay, qui estime qu'il explique 30% du rendement et le place en deuxième position après l'amélioration de l'EBITDA. Les intervenants 3 et 4, A. De Vos et G. Samyn expliquent que l'effet du *deleverage* est nul dans leurs rendements comme ils n'utilisent pas de dette lors de rachats. D'après les autres intervenants, son

importance dans le rendement généré par un fonds de PE a baissé au cours des dernières années, bien que le *deleverage* soit encore utilisé aujourd'hui pour augmenter le rendement pour les actionnaires. L'intervenant 2 décrit le remboursement de la dette comme *"un filet de secours dans le cas où la société stagne"*, et qui selon lui ne représente que 15% du rendement. *"On le fait parce qu'effectivement cela améliore le rendement"* estime P. Demaerel, avant de confirmer que le *deleverage* est devenu la source de rendement la moins importante. G. Samyn jette lui un regard plus critique sur l'utilisation du *deleverage*. Il estime que les fonds de PE ont généré des rendements élevés en opérant *"dans une bulle financière avec l'aide des banquiers"*, qui leur ont prêté des montants importants lors de deals, qui plus est en période de diminution du coût de la dette. Il ajoute également que sans l'aide des banquiers, beaucoup de fonds auraient eu énormément de problèmes durant la crise financière car *"sans la liquidité, on n'est rien"*.

Voici un résumé des décompositions des intervenants ayant quantifié leurs réponses :

Figure 12. Décomposition du MCI d'après les intervenants



Source : interviews personnelles

Sur base de ce tableau et des avis des professionnels du PE en Belgique, il apparaît que les améliorations opérationnelles des entreprises sont l'élément prépondérant pour expliquer le rendement des fonds de PE, qui passe selon eux par un engagement actif dans la société de portefeuille aux côtés du management. En

deuxième lieu viennent les multiples de valorisation. Pour pallier aux niveaux historiquement élevés, de nombreux gestionnaires de fonds entreprennent des actions, principalement du M&A, pour gonfler le multiple de sortie. Enfin, le *deleverage* est cité comme l'élément expliquant la plus petite partie du rendement et est vu comme un moyen d'augmenter légèrement le rendement pour les actionnaires. Notons que les intervenants pourraient être tentés d'exagérer le rôle qu'ils ont dans l'amélioration des performances des entreprises. Nous estimons cependant que ce n'est pas le cas car nous ne voyons pas le bénéfice qu'ils en tireraient.

1.5 Comparaison de la littérature et des avis des intervenants

Comme le montrent les figures 10 et 12, les avis des professionnels du PE en Belgique sont similaires aux observations empiriques de la littérature. La croissance de l'EBITDA est la source la plus importante du rendement des fonds de PE, devant les multiples et le *deleverage*. Toutefois, nous remarquons que les intervenants attribuent une part plus importante de la croissance de l'EBITDA dans le rendement (40 à 50%) que la littérature (30 à 40%). D'après nous, cela s'explique par le fait qu'ils se décrivent comme des actionnaires *hands on* et qu'il s'agisse de fonds *top tier*, très bons dans ce qu'ils font. Dans la littérature, la croissance de l'EBITDA est divisée en une augmentation des revenus et une amélioration de la marge, les intervenants n'ont pas fait explicitement cette distinction, mais parlent plutôt d'une combinaison de croissance organique et inorganique pour expliquer la hausse de l'EBITDA. La littérature indique que l'importance relative de la croissance de l'EBITDA dans le rendement total a augmenté au cours des dernières années, ce que les intervenants confirment également.

Ce qu'il faut retenir de ce chapitre

Les mesures de rendements utilisées par les fonds de PE (MCI et TRI) ne permettent pas d'en déterminer les sources. Par conséquent, elles ne permettent pas de déterminer l'impact du PE sur les entreprises rachetées. Pour pallier à ce manquement, il existe différentes méthodes de décomposition des rendements. Une telle méthode est le *value bridge*, dont nous avons comparé les résultats dans

la littérature et en pratique.

La littérature s'accorde à dire que la hausse de l'EBITDA, qui combine les effets de l'amélioration des marges et la hausse des revenus, représente 30 à 40% du rendement des fonds de PE. Il en résulte une attention accrue des fonds envers les sociétés en portefeuille. Les professionnels du PE en Belgique confirment également l'importance croissante de la hausse de l'EBITDA dans le rendement des fonds au fil des années et estiment qu'il s'agit de la source principale du rendement qu'ils réalisent (40 à 50%). Ce facteur semble devenir de plus en plus important pour expliquer le rendement des sociétés de PE au cours des dernières années. La deuxième source des rendements est l'augmentation du multiple de valorisation de l'entreprise, qui dépend des évolutions du marché mais également des actions entreprises par le fonds en termes de M&A. Enfin, le *deleveraging* n'explique qu'une faible partie du rendement et est dorénavant surtout utilisé pour l'augmenter légèrement.

Bien que la méthode de création de valeur guidée par les marchés soit une méthode de décomposition plus appropriée pour déterminer l'impact des actions du management sur le rendement, les acteurs du PE ne l'utilisent pas encore. Son utilisation n'est que très récente dans la littérature, complexe et a le potentiel de démontrer une destruction de la valeur de la part d'un fonds, alors que son TRI est positif.

Ces deux méthodes démontrent donc que les rendements des fonds de PE sont partiellement expliqués par leurs actions sur la performance des entreprises de portefeuille. Le chapitre suivant analyse l'impact des fonds de PE sur cette performance en comparant l'évolution des performances de sociétés rachetées i) avant et après leur rachat et ii) aux performances d'entreprises comparables.

Chapitre 2. Amélioration réelle des performances ?

Le chapitre précédent a mis en exergue la part de la performance des entreprises dans le rendement des fonds de PE. Ce chapitre vise à déterminer dans quelle mesure les entreprises de PE ont un impact sur les performances de leurs sociétés de portefeuille. Pour rappel, les hypothèses que ce mémoire a pour objectif d'étudier sont :

- 1) *Les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille au cours de la période de détention.*
- 2) *Les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille plus que celle des entreprises comparables au cours de la période de détention.*

L'émergence récente de la méthode de création de valeur guidée par les marchés dans la littérature ne permet pas d'analyser suffisamment d'études pour confirmer ou non ces hypothèses. La première hypothèse est donc analysée en comparant la performance post-rachat à la performance pré-rachat et la deuxième hypothèse en comparant l'évolution des performances d'entreprises de portefeuille aux performances d'entreprises comparables au cours de la période de détention.

La revue de littérature de la section suivante reprend les études les plus pertinentes provenant d'auteurs de référence dans le domaine. La majorité des études est naturellement anglo-saxonne, provenant principalement des Etats-Unis et du Royaume-Uni, bien qu'une prolifération d'études européennes soit constatée ces dernières années. Bon nombre d'études analysent la profitabilité opérationnelle comme *metric* car elle a en effet été acceptée comme une mesure de la performance des entreprises dans la littérature (Jain & Kini, 1994; Kaplan, 1989; Long & Ravenscraft, 1993). Le lecteur peut également trouver en annexe (annexe 3) une revue de littérature complémentaire traitant de ces deux hypothèses, mais qui ne seront pas abordées dans la suite de ce mémoire.

Pour chaque hypothèse, les études sont classées chronologiquement et séparées entre celles qui confirment et celles qui ne confirment pas les hypothèses. Toutefois, de nombreuses études analysent les deux hypothèses conjointement. Lorsque c'est le cas, elles sont classées sous l'hypothèse qui est traitée le plus en profondeur. Une deuxième distinction est opérée entre les études américaines et européennes (qui incluent le Royaume-Uni), car la conclusion pourrait varier en fonction de la géographie. Les études sont ensuite citées chronologiquement.

2.1 Revue de littérature

2.1.1 Analyse de la première hypothèse : évolution des performances au cours de la période de détention

Les études citées dans cette première sous-section analysent la performance des entreprises détenues par un fonds de PE obtenue après le rachat à la performance de l'entreprise avant que celle-ci ne change d'actionnaire.

2.1.1.1 Etudes américaines confirmant la première hypothèse

Bull (1989) compare la performance d'entreprises qui ont changé d'actionnaire à la suite d'un LBO deux ans avant et deux ans après le rachat aux Etats-Unis. Il démontre que la performance financière après le rachat est supérieure à celle avant le rachat. Cette amélioration est expliquée par le changement de focus du management, passant d'une minimisation de la variabilité des profits reportés à la maximisation des cash flows générés par l'entreprise. De plus, ces améliorations sont plus importantes que la simple réduction des impôts qui résulte d'une utilisation accrue de la dette. L'amélioration "réelle" des performances est d'après Bull attribuable à l'instauration d'une culture d'entrepreneuriat au sein de l'entreprise, du fait que le management co-investit dans la majorité des LBOs. De fait, une création de valeur et / ou de richesse qui leur bénéficierait serait également bénéfique pour l'entreprise. Cette culture encourage la prise de risque et offre des récompenses sur le long terme au niveau de l'entreprise et au niveau individuel pour les managers (Wright, Hoskisson, Busenitz, & Dial, 2000). Wright, Hoskisson, et Busenitz (2001) parlent du "*renouveau d'une entreprise*" après qu'un esprit entrepreneurial soit

instauré à la suite d'un LBO. Cet état d'esprit entraîne une revitalisation de l'entreprise ainsi qu'une hausse de son niveau d'innovation stratégique.

Malone (1989) a analysé l'effet d'un LBO sur 56 entreprises de plus petite taille aux Etats-Unis. Dans ces petites entreprises, il est intéressant de noter que la rémunération est dans la grosse majorité des cas passée d'une compensation salariale à une compensation basée sur les performances de l'entreprise. Au niveau opérationnel, les entreprises ont fait preuve de meilleurs efforts de marketing, ainsi qu'une gestion plus stricte du capital et un niveau d'inventaires réduit.

Lichtenberg et Siegel (1989) se basent sur les données au niveau de l'usine / établissement aux Etats-Unis, qui sont plus appropriées afin d'examiner les avantages économiques des rachats par opposition aux avantages financiers. Les usines sont définies comme des unités physiques d'entreprises qui fournissent des données sur la production physique et les *inputs* tels que la main-d'œuvre, le capital physique et les biens et matériaux intermédiaires. De telles données peuvent être utilisées pour construire des indicateurs de productivité, qui mesurent l'efficacité de l'utilisation de ces ressources. Pour les usines américaines de l'échantillon, l'étude suggère que les usines qui appartiennent à des sociétés sujettes à des MBOs ou des LBOs démontrent une productivité plus élevée que les établissements comparables de la même industrie avant de changer de propriétaire (entre 5 ans et 1 an avant le rachat). Ces usines MBO / LBO ont ensuite connu des améliorations significatives de leur productivité, mesurée par la productivité totale des facteurs (PTF) lors des 3 premières années après le rachat par le management et / ou par un fonds de PE. En moyenne, la productivité des usines a augmenté de 14% de plus que celle des usines dans l'industrie au cours des 5 premières années après le rachat. Lorsqu'il s'agissait d'un MBO, la différence est encore plus élevée, de l'ordre de 20%. Ces améliorations ne sont pas attribuables à une diminution des coûts liée au R&D, des salaires, des CAPEX ou aux licenciements d'employés. Au contraire, elles sont attribuables à une main-d'oeuvre plus productive et à une meilleure utilisation de tous les facteurs de production, ainsi qu'à une réduction des ressources assignées à des activités inefficaces.

Kaplan (1989) a analysé 48 MBOs de grandes entreprises cotées américaines et a déterminé que la marge opérationnelle des entreprises de portefeuille augmente de près de 20% au cours de la période de détention par le fonds de PE. De plus, la marge des cash flows a elle été améliorée de 43,2%, en partie grâce à une diminution des dépenses d'investissement (CAPEX) par rapport aux revenus de l'entreprise. Cette optimisation tant au niveau de la profitabilité opérationnelle que de l'utilisation des cash flows a contribué à la croissance des valeurs d'entreprise.

Smith (1990a) a analysé 58 opérations de MBOs sur des entreprises américaines cotées entre 1977 et 1986 et plus particulièrement l'évolution de leurs performances opérationnelles entre l'année qui précède le MBO et l'année qui suit le désinvestissement de celui-ci. Elle conclut que la performance opérationnelle (mesurée par les cash flows d'exploitation avant les paiements d'intérêts et impôts par employé et par dollar d'actif d'exploitation) augmente de 41% au cours de la période de détention. Cela représente une hausse supérieure de 25% à l'amélioration de la performance opérationnelle des sociétés au sein de la même industrie qui n'ont pas été assujetties à un MBO. Cette performance supérieure n'est pas temporaire mais persiste dans les premières années qui suivent les désinvestissements. La gestion du besoin en fonds de roulement est également plus stricte après le rachat. Le ratio entre les ventes et le besoin en fonds de roulement augmente de 24,2% dans l'année qui suit le rachat et reste stable dans les années qui suivent. Le nombre de jours entre les paiements des fournisseurs et la réception des paiements des clients diminue de 18,5%, ce qui indique une gestion plus rigoureuse de cycle de conversion du cash.

Muscarella et Vetsuypens (1990) ont analysé 72 entreprises qui ont été rachetées à l'aide d'un LBO par un fonds de PE et qui ont toutes été désinvesties à l'aide d'une OPI après 1983. Une analyse d'entreprises LBO qui sont (ré)introduites en Bourse a plus de chances de démontrer tous les bénéfices atteints au cours de la période de détention que l'analyse d'une entreprise au cours de l'année qui suit son rachat. Pour les 72 entreprises considérées, il apparaît qu'entre l'année qui précède le LBO et celle qui précède l'OPI, les entreprises ont démontré une amélioration de leur profitabilité opérationnelle de 23,5% et surperforment ainsi toutes les entreprises de contrôle. Les auteurs arrivent eux aussi à la conclusion que les améliorations sont

obtenues grâce à la capacité des entreprises à réduire les coûts de production plutôt que par une augmentation des ventes ou d'une meilleure génération de revenu par unité d'actif. De plus, au cours de la période de détention de l'entreprise par le fonds de PE, le ratio CAPEX / Revenu a diminué de 11,4%, augmentant ainsi les cash flows de l'entreprise. La conclusion de l'étude est donc que les structures de gouvernance mises en place par les fonds de PE durant la période de détention ont permis aux entreprises de mieux utiliser leurs actifs et de réorienter leurs ressources vers des utilisations à valeur plus élevée. Au cours de la période de détention, la taille des entreprises a crû de 34% annuellement.

Opler (1992) a lui analysé 44 transactions de LBO. Il en ressort que dans les deux premières années qui suivent le rachat, la marge d'exploitation (mesurée par les profits d'exploitation / Revenu) augmente de 11,6% après ajustements pour les tendances de l'industrie, ce qui indique une surperformance des entreprises LBO. Les mesures ajustées pour les tendances de l'industrie sont calculées en soustrayant la variation médiane de cette mesure pour les entreprises de l'industrie. Les cash flows d'exploitation par employé augmentent de 40,3% après ajustements pour les tendances de l'industrie et les cash flows nets d'investissements / Revenu augmentent de près de 50% après ajustements au cours des deux premières années après le rachat. Enfin, les LBOs ont un faible impact sur la R&D, tandis qu'ils font chuter le ratio de dépenses d'investissement (CAPEX / Revenu) de plus de 50% après ajustements en deux ans, ce qui selon Kaplan (1989) et Jensen (1986) représente une réduction des investissements superflus, ou permet de libérer des cash flows afin de payer les intérêts. Les taxes payées par l'entreprise en relation avec le revenu diminuent aussi considérablement au cours de cette même période : une baisse de 57,3% après ajustements.

2.1.1.2 Etudes européennes confirmant la première hypothèse

Harris, Siegel, et Wright (2005) ont examiné l'impact de MBOs sur l'efficacité économique au niveau des usines au Royaume-Uni. L'échantillon contient 979 rachats d'entreprises qui comptent 4877 usines entre 1994 et 1998 et est donc plus vaste que celui de Lichtenberg et Siegel (1989). Les résultats montrent que les établissements MBO étaient moins productifs que les établissements comparables avant le transfert de propriétaires, mais que les usines MBO ont ensuite toutefois

connu une augmentation substantielle (plus de 70% sur le court terme) de la productivité après leur rachat et que ces gains de productivité post-rachat sont conséquents, peu importe l'industrie. L'amélioration de la performance économique est due aux mesures prises par les nouveaux propriétaires ou managers pour rationaliser la production en sous-traitant certaines étapes de production intermédiaires. Les opérations de rachat permettent donc de réduire les coûts d'agence, d'avoir un meilleur management et une utilisation des ressources économiquement plus efficace.

Bergström, Grubb, et Jonsson (2007) ont mené une étude en Suède dans laquelle ils analysent un échantillon d'entreprises détenues par des fonds de PE suédois. Leur analyse a pour but d'examiner l'évolution de la performance opérationnelle des entreprises détenues par ces fonds de PE au cours de la période de détention et en particulier des indicateurs de performance opérationnelle anormale de ces entreprises. Les résultats de l'étude indiquent que les rachats ont un effet substantiel sur la performance opérationnelle, notamment avec une amélioration des marges EBITDA et de la croissance des ventes des entreprises. Il est intéressant de noter que les auteurs démontrent que des mesures qui sont généralement associées au processus de création de valeur par le PE, telles qu'une diminution des salaires, la restructuration de l'emploi, l'effet de levier et le co-investissement du management, n'ont dans leur échantillon qu'une faible valeur explicative de l'impact sur la performance.

Weir, Jones, et Wright (2015) utilisent un échantillon de 138 transactions PTP : des sociétés cotées qui deviennent privées à la suite de leur rachat, au Royaume-Uni entre 1998 et 2004. Pour toutes les transactions de l'échantillon, les auteurs constatent une amélioration significative de la performance des entreprises dans les 5 années qui suivent le rachat par rapport à l'année avant le rachat. En outre, cette santé financière améliorée l'est plus que celles des sociétés comparables qui restent cotées et est entraînée par une meilleure gestion du besoin en fonds de roulement et une liquidité renforcée. La rentabilité se détériore dans certaines années qui ont suivi le rachat, bien que sur la période complète d'analyse, les marges d'exploitation augmentent légèrement. Ceci est un résultat important selon les auteurs car il démontre que les mesures comptables traditionnelles de la performance ne

permettent pas d'identifier les indicateurs de performance qui sont pertinents pour ce type de transaction.

2.1.1.3 Etudes américaines ne confirmant pas la première hypothèse

Cohn, Mills, et Towery (2014) trouvent sur base de leur échantillon de 317 deals LBO aux Etats-Unis pour la période 1995-2007 qu'il n'y a pas, ou peu d'évidence d'une amélioration des performances des entreprises LBO après le rachat pour les entreprises qui étaient profitables avant le rachat. Dans le cas des entreprises en déficit avant de se faire racheter, la performance opérationnelle augmente. Les auteurs attribuent cette hausse toutefois à un retour à la normale après les chocs idiosyncratiques négatifs plutôt qu'aux actions des managers de PE. Malgré cela, les entreprises continuent cependant à croître au cours de la période de détention. Cette stagnation des performances ne permet pas aux auteurs de vérifier la première hypothèse.

2.1.1.4 Etudes européennes ne confirmant pas la première hypothèse

En France, Desbrières et Schatt (2002) démontrent que les entreprises rachetées par les fonds de PE ont une performance supérieure à celles de leurs pairs avant le rachat. Cependant, un rachat par le management n'améliore pas les performances des entreprises. Au contraire, les performances des entreprises rachetées déclinent après le rachat : les marges opérationnelles se détériorent à hauteur de 12% entre 2 ans avant le rachat et 2 ans après celui-ci. Cette baisse de performance est particulièrement notable dans les rachats impliquant des anciennes entreprises familiales où elles diminuent de 16%. Malgré la baisse de leurs performances opérationnelles après le rachat, les entreprises MBO maintiennent une performance supérieure aux moyennes de l'industrie. La même étude indique que les fonds de PE sont bons en *stock-picking* et investissent dans les entreprises plus performantes que la moyenne à la base.

Kroker, Rapp, et Wolff (2010) examinent les rendements dans des sociétés cotées en Bourse lors d'annonces de rachats par le Private Equity. Leur échantillon consiste en 377 transactions européennes entre 1997 et 2006. Ils trouvent qu'après l'annonce publique, les cours des sociétés augmentent d'environ 10,3%. Les entreprises cibles

sont donc sous-évaluées avant la transaction. Weir, Laing, et Wright (2005) ont identifié que la (perception d'une) sous-évaluation d'une entreprise par le marché public est une raison pour des investisseurs de privatiser cette entreprise. Cela est d'autant plus le cas lorsque le rachat est un MBO, car le management détient des informations confidentielles qui le poussent à croire qu'il sera en mesure de réaliser de meilleures performances après la privatisation. Cependant, Kroker et al. (2010) ne trouvent aucune preuve que la performance opérationnelle des entreprises cibles augmente après le rachat. Leurs résultats ne confirment donc pas que les fonds de PE peuvent améliorer la performance opérationnelle des entreprises grâce à une gouvernance améliorée.

2.1.1.5 Conclusion

Les observations de la littérature américaine et européenne sont les suivantes :

- Au cours de la période de détention, la profitabilité opérationnelle des entreprises de portefeuille est améliorée par rapport à la performance pré-rachat. Cette amélioration est observée tant dans la littérature américaine qu'européenne que dans les études plus anciennes et récentes et ce pour différents *metrics*.
- Plusieurs études analysent l'évolution de la performance au niveau des usines plutôt qu'au niveau agrégé de l'entreprise. Il en ressort que dans ces établissements, la productivité est améliorée par le fonds de PE après le rachat. Il semblerait que ce soit fait de manière plus importante en Europe qu'aux Etats-Unis, mais plus de 15 ans séparent les études, les rendant selon nous peu comparables.
- Une meilleure performance des entreprises est obtenue grâce à de meilleures marges, une meilleure gestion du besoin en fonds de roulement, une croissance des ventes et des actifs et résulte du nouveau modèle de gouvernance mis en place par le fonds de PE. Cette gouvernance crée un esprit entrepreneurial au sein de l'entreprise, et mène à une croissance de l'entreprise. Plusieurs études expliquent qu'une partie des performances améliorées résulte d'une réduction des dépenses d'investissement (CAPEX). Ceci pourrait toutefois menacer les perspectives de croissance des entreprises à long terme.

- Les améliorations des performances semblent avoir baissé au fil des ans. De plus, les études ne confirmant pas la première hypothèse sont plus récentes, ce qui renforce ce constat. Il est intéressant de noter que la première vague de littérature observée est américaine. Cela indique le rôle précurseur des Etats-Unis dans le développement du PE et du buyout.
- Certaines études (américaines et européennes) plus récentes ne démontrent cependant pas d'amélioration de la performance après le rachat. Elles indiquent une stagnation des résultats au cours de la période de détention. L'étude de Desbrières et Schatt (2002) observe même une détérioration de la performance de l'entreprise. Elle l'explique par l'effet de retour à la moyenne des performances. Cependant, malgré la baisse de leurs performances opérationnelles après le rachat, les entreprises MBO maintiennent une performance supérieure aux moyennes de l'industrie. Cela indique que les fonds de PE sont bons en *stock-picking* en choisissant les entreprises supérieures à la base.

La majorité de la littérature (américaine et européenne) confirme la première hypothèse et ce, à travers les années. Nous sommes dès lors en mesure de dire que les fonds de PE améliorent la performance des sociétés en portefeuille au cours de la période de détention.

2.1.2 Analyse de la deuxième hypothèse : comparaison aux performances de pairs

La section précédente a démontré que la littérature confirme la première hypothèse, il est dès lors pertinent de comparer les performances améliorées à celles d'entreprises comparables afin de déterminer toute l'étendue de l'apport d'un fonds de PE par rapport à un actionnaire classique. Dans toutes les études, ces entreprises comparables sont sélectionnées sur base de l'industrie, leur taille, leur performance financière, leur géographie, etc. De plus, les années comparées sont les mêmes pour les entreprises des échantillons que pour les entreprises de contrôle, afin de comparer les performances d'entreprises opérant dans des conditions identiques.

2.1.2.1 Etudes américaines confirmant la deuxième hypothèse

En 1989 déjà, Jensen stipulait que les entreprises détenues par un fonds de PE démontrent une profitabilité d'exploitation supérieure à des sociétés comparables du même secteur. Il soutenait que le PE représente une forme organisationnelle supérieure à celle de l'entreprise traditionnelle en raison des plus grands incentives pour augmenter la performance. Ces incentives sont la discipline de la dette élevée, la supervision que le fonds exerce sur ses investissements, et la mise en place d'objectifs intermédiaires pour atteindre la performance escomptée. La supériorité de la profitabilité d'une entreprise détenue par une société de PE est selon Jensen le résultat de mécanismes de gouvernance meilleurs ainsi qu'une utilisation accrue de l'effet de levier offert par la dette.

Singh (1990) a comparé l'évolution des performances de 65 entreprises cotées ayant fait l'objet d'un MBO aux performances d'entreprises comparables au sein de leurs industries respectives. Après le rachat, le management modifie la structure de gouvernance pour créer un Board plus investi dans l'entreprise et ses activités. Ceci est confirmé par l'étude sur l'activité du Board lors de LBOs de Cornelli et Karakaş (2008). Ces entreprises devenues privées démontrent des croissances annuelles de leurs revenus supérieures de l'ordre de 7% annuels par rapport à la croissance des entreprises comparables de leur industrie. Les entreprises rachetées améliorent l'efficacité d'exploitation en réduisant le nombre de jours d'inventaire de manière considérable (en moyenne 11 jours de moins que les entreprises comparables de l'industrie). De plus, les entreprises se font payer leurs créances plus rapidement, en diminuant ce laps de temps chaque année au cours de la période de détention, tandis que les entreprises comparables tendent à allonger cette période. Cela démontre dès lors une performance post-rachat ajustée pour l'industrie supérieure de la part des entreprises MBO. La croissance du revenu d'exploitation des entreprises rachetées est supérieure à celle des entreprises de l'industrie, ce qui indique à nouveau la performance solide des entreprises qui sont privatisées par le management. Cette performance supérieure peut selon les auteurs être grandement attribuée à la structure de gouvernance modifiée par le management après le rachat.

Groh et Gottschalg (2006) évaluent la performance ajustée au risque de LBOs américains. Leur article fournit les preuves d'une surperformance significative de cette classe d'actifs par rapport à un portefeuille imitant des investissements dans le

S&P 500 avec un effet de levier et un risque similaires. Ils s'appuient sur un ensemble de données de 199 investissements entre 1984 et 2004. La régression des TRIs des rachats sur les TRIs du portefeuille donne un alpha positif et statistiquement significatif, après correction pour le biais de sélection dans les données. Leurs analyses de sensibilité soulignent l'importance d'un ajustement complet du risque qui doit tenir compte du risque d'exploitation et du risque du levier pour une évaluation précise des performances des LBOs. Les analyses confirment par ailleurs que les fonds de PE choisissent des secteurs à faible risque d'exploitation, utilisent avantageusement l'effet de levier financier et transfèrent une partie importante des risques du rachat à leurs créanciers.

Cumming, Siegel, et Wright (2007) estiment que la structure de gouvernance instaurée après un rachat par un fonds de PE est une des sources des meilleures performances des entreprises. Les déterminants les plus importants sont selon eux des investisseurs actifs, les engagements relatifs au remboursement de la dette, ainsi que la détention de parts de l'entreprise par le management. Ces mesures conduisent à une surperformance des entreprises par rapport aux entreprises comparables de leurs industries. En 2001, Cotter et Peck avaient déjà déterminé que la supervision active des managers agit également comme un incentive.

Davis, Haltiwanger, Handley, Jarmin, Lerner, et Miranda (2014) ont établi un échantillon de 3200 entreprises qui ont été le sujet d'un rachat par un fonds de PE entre 1980 et 2005. Les rachats ont un effet positif sur la productivité des entreprises rachetées, représentée par la productivité totale des facteurs (PTF), l'améliorant de 2% de plus que celles des entreprises comparables. La grande partie de cette amélioration (supérieure) est générée par une sortie (vente ou fermeture) accélérée d'usines non productives, par une amélioration de la productivité des usines conservées et par le lancement ou l'achat d'usines productives.

2.1.2.2 Etudes européennes confirmant la deuxième hypothèse

Aux Pays-Bas, les entreprises de taille moyenne qui ont fait l'objet d'un MBO démontrent des ratios financiers relatifs aux cash flows, dont le ROI, significativement supérieurs à ceux des autres entreprises qui opèrent dans la même industrie. Les entreprises MBO démontrent ces meilleurs ratios financiers que

l'industrie au moins pendant les 6 à 7 années après le désinvestissement (Bruining, 1992). Ligterink et al. (2017) concluent sur base de leur échantillon de 595 rachats par des fonds de PE que la croissance des actifs des entreprises rachetées est supérieure à celle des actifs d'entreprises comparables. Le chiffre d'affaires des entreprises détenues par les fonds de PE croît également plus vite que celui des entreprises de contrôle.

Amess (2002) a démontré, en utilisant des données au niveau de l'usine, qu'au Royaume-Uni, les entreprises qui ont été la cible d'un MBO démontrent des améliorations significatives de leur productivité après le rachat. En effet, les modèles de gouvernance supérieurs instaurés après un MBO et plus particulièrement les incitations financières du management, améliorent la productivité des entreprises de 16,1%. Cet effet dure jusqu'à 4 ans après le désinvestissement par rapport aux entreprises qui n'ont pas été rachetées. Un an plus tard, Amess (2003) a utilisé le même échantillon de transactions MBO pour comparer les niveaux de productivité à ceux des usines de l'industrie qui n'ont pas changé d'actionnaire. Il apparaît que la productivité est déjà supérieure entre 6 et 7% à celle des entreprises comparables 2 ans avant le rachat et que cette supériorité est maintenue lors des 4 premières années qui suivent le rachat. A partir de la cinquième année, il n'est plus question d'une différence entre la productivité des usines MBO et les comparables, ce qui pousse Amess à dire que le PE a un effet temporaire sur la performance des entreprises.

Cressy, Munari, et Malipiero (2007) ont analysé un échantillon de 122 buyouts au Royaume-Uni au cours de la période 1995-2002. Pour mesurer la performance des entreprises, deux mesures sont utilisées : la rentabilité d'exploitation ou profitabilité opérationnelle (calculée comme l'EBIT moyen sur les 3 ans après le rachat / Total des actifs, exprimé en pourcentage) et la croissance du chiffre d'affaires (moyenne géométrique sur 3 ans après le rachat). Ils expliquent qu'ils ont choisi la rentabilité d'exploitation afin de mesurer la performance opérationnelle spécifiquement plutôt qu'une combinaison de celle-ci et des effets d'ingénierie financière. Ceci permet de dissocier les évolutions attribuables aux actions du fonds de PE. Dans le cas des entreprises rachetées par un fonds de PE, le ROA vaut en moyenne 9,06%, tandis que le ROA moyen pour les entreprises non rachetées par un fonds de PE vaut

4,75%. Par ailleurs, les entreprises rachetées par un fonds de PE ont vu leur chiffre d'affaires croître de 14,05% en moyenne pendant 3 ans après le rachat, ce qui représente une croissance 2 fois plus élevée que les entreprises qui ne sont pas rachetées par un fonds de PE (7,08% en moyenne pendant 3 ans).

Cressy et al. (2011) ont analysé 57 LBOs au Royaume-Uni au cours de la période 1995-2002 et ont constaté que la profitabilité opérationnelle des entreprises rachetées par un fonds de PE était en moyenne supérieure de 4,3% à celle des entreprises non rachetées par un fonds de PE au cours des 3 premières années qui ont suivi le rachat. Cette différence était faible au cours de l'année du rachat (1,95%), mais elle a crû petit à petit pour finalement atteindre 4,8% après 3 ans.

Acharya et al. (2012) analysent la performance opérationnelle anormale et le lien qui existe entre celle-ci et la performance financière anormale sur base d'un échantillon de 395 entreprises au Royaume-Uni et en Europe de l'ouest. Pour ce faire ils considèrent 3 mesures : le Revenu, la marge EBITDA / Revenu et le multiple EBITDA / valeur d'entreprise. Ils constatent que les entreprises détenues par des firmes de PE ne diffèrent pas de leurs pairs sectoriels durant la phase pré-acquisitionnelle. Après le rachat, les entreprises cibles ne performant pas mieux que les pairs en ce qui concerne la croissance annuelle des ventes, bien que celles-ci augmentent de 7,9% par an. En moyenne, les sociétés de PE ont un impact positif sur la performance opérationnelle au cours de la période de détention qui se traduit par une augmentation de la marge EBITDA et du multiple EBITDA de respectivement 1% et 1,1x, en termes absolus, de plus que leurs pairs sectoriels.

2.1.2.3 Etudes américaines ne confirmant pas la deuxième hypothèse

Leslie et Oyer (2008) ont publié une étude dans laquelle ils n'étaient pas en mesure de confirmer l'hypothèse de Jensen. Lors de comparaisons de leur échantillon à des entreprises comparables, ils ont trouvé peu de preuves que les entreprises appartenant au PE surpassent les entreprises cotées en termes de rentabilité ou d'efficacité opérationnelle. Ils ont également examiné la corrélation entre le niveau des incentives et les mesures de profits et d'efficacité opérationnelle, sans trouver de relations fortes. Bien que ce manque de preuves d'efficacité opérationnelle puisse être causé par les limites de l'utilisation des données comptables pour comparer les

entreprises cotées et privées, les valeurs aberrantes ou d'autres problèmes de données, ils trouvent surprenant que leur constatation d'une augmentation significative des incentives ne soit pas accompagnée d'améliorations de performance. Ils estiment dès lors que leurs résultats soulèvent des questions quant à savoir si les entreprises de PE et les incentives mis en place créent de la valeur et si c'était le cas, de quelle manière.

Guo, Hotchkiss et Song (2011) ont décidé d'examiner comment les LBOs de la plus récente vague de transactions PTP ont créé de la valeur. Selon eux, les rachats effectués entre 1990 et 2006 sont valorisés de manière plus conservative et ont un effet de levier moins important que ceux des années 1980. Par rapport aux rachats des années 80, les opérations sont un peu moins endettées (dette totale / capital médian d'environ 70%), mais elles imposent toujours un risque de défaut très élevé aux entreprises. Ils montrent d'abord qu'en moyenne, les entreprises de leur échantillon connaissent des augmentations importantes de leur valeur totale depuis le rachat jusqu'à leur sortie subséquente du portefeuille, produisant des rendements importants, sauf pour les opérations se terminant par une restructuration. Les rendements médians du capital ajustés au risque et aux tendances du marché juste avant et juste après le LBO sont respectivement de 72,5% et 40,9%. En revanche, les gains de performance opérationnelle sont soit comparables, soit légèrement supérieurs à ceux observés pour les entreprises de référence. De plus, ils constatent qu'ils sont sensiblement plus bas que ceux documentés pour les transactions dans les années 1980.

2.1.2.4 Etudes européennes ne confirmant pas la deuxième hypothèse

Vinten (2007) étudie également l'impact de l'actionnariat d'un fonds de PE sur la performance de leurs entreprises de portefeuille. En utilisant des données danoises de 1991 à 2004, sa principale conclusion est que l'actionnariat de PE a un effet négatif significatif sur la performance des entreprises par rapport à des entreprises similaires. Ce résultat indique que le soi-disant modèle supérieur de gouvernance d'entreprise n'est pas compatible avec ses données, d'une part car il démontre que la concentration de propriété après rachat diminue et d'autre part que la dette n'améliore pas l'efficacité opérationnelle. De plus, un indicateur d'expropriation semble être présent dans les données puisque les paiements de dividendes après

rachat augmentent. Des explications alternatives sont examinées, comme le biais de sélection, le biais de valorisation et les erreurs de mesure, mais la principale conclusion reste inchangée.

Goossens, Manigart, et Meuleman (2008), sur base d'un échantillon de 167 entreprises belges qui ont fait l'objet d'un MBO entre 1996 et 2003, ont analysé si la présence ou non d'un fonds de PE dans ces MBOs a un effet sur l'efficience et la croissance du revenu post-rachat de ces entreprises. Leurs hypothèses étaient : i) les LBOs financés par des fonds de PE ont une croissance supérieure aux LBOs non financés par des fonds de PE et ii) les gains d'efficience seront plus importants dans les LBOs financés par des fonds de PE que pour les LBOs qui ne le sont pas. Dans les quatre années qui suivent le rachat, il apparaît que les rachats sans implication d'un fonds de PE et ceux où un fonds de PE est impliqué, démontrent des niveaux d'efficience (ROCE) et de croissance du revenu similaires. Ils remarquent également qu'il n'y a pas de différence dans ces mesures que le LBO soit conduit par le fonds de PE ou soit conduit par le management de la société qui invite des fonds à co-investir. Ils ne peuvent donc pas conclure que le type d'actionnaire ait un impact sur l'efficacité après le rachat.

2.1.2.5 Conclusion

Nous retenons les points suivants de la revue de littérature :

- La profitabilité opérationnelle des entreprises de portefeuille est généralement supérieure à celle des entreprises comparables. De plus, elle est améliorée plus rapidement que celle des pairs. Les croissances supérieures du revenu et des actifs sont également des indicateurs de la surperformance des entreprises détenues par un fonds de PE par rapport au groupe de contrôle.
- Au niveau des usines, plusieurs études concluent que la productivité est également supérieure et améliorée plus rapidement que dans les entreprises qui n'ont pas de fonds de PE au sein de leur actionnariat. La productivité est légèrement plus améliorée en Europe qu'aux Etats-Unis.
- La littérature s'accorde à dire que les surperformances sont expliquées par le modèle de gouvernance supérieur qui est mis en place par le fonds de PE au sein des entreprises après le rachat et les incentives des managers.

- L'ampleur des surperformances constatées varie peu dans le temps : les études récentes arrivent à des ordres de grandeur similaires à ceux observés dans les études plus anciennes.
- Certaines études n'observent cependant pas de surperformance de la part des entreprises de portefeuille. Elles indiquent en effet une évolution similaire des performances que celles des entreprises comparables, car les incentives mis en avant par le modèle de gouvernance supérieur du LBO ne conduisent pas à une surperformance de ces entreprises. La plupart de ces études ne sont pas en mesure de confirmer la surperformance des sociétés ayant comme actionnaire un fonds de PE, mais ne sont toutefois pas en mesure de l'infirmier.

Sur base de la littérature qui compare l'évolution des performances des entreprises détenues par un fonds de PE à celle d'entreprises comparables, nous concluons que l'effet positif des fonds de PE sur la performance des entreprises de portefeuille les mène à surperformer les entreprises comparables. Sur base de ces observations, la deuxième hypothèse est également confirmée par la littérature américaine et européenne.

2.2 Avis des professionnels du Private Equity en Belgique

Cette section a pour but d'expliquer les avis des professionnels du PE interrogés au sujet des hypothèses du mémoire. Les réponses des intervenants pour les deux hypothèses doivent être considérées conjointement car elles sont, selon eux, indissociables. Pour examiner l'impact d'un fonds de PE sur une entreprise en portefeuille, il est nécessaire de comparer l'évolution de ses performances à l'évolution de celles de ses pairs.

Les professionnels interrogés déclarent qu'ils améliorent la performance des entreprises dans lesquelles ils investissent au cours de la période de détention. A. Delesenne estime que Core Equity Holdings a *“une vraie valeur ajoutée pour les sociétés”* de son portefeuille. A. De Vos parle lui d'un *“impact positif sur la performance”*. L'intervenant 3 explique qu'il a *“la conviction que le fait qu'on soit présent permet de créer plus de valeur que si nous n'étions pas là”* et les

intervenants 5 et 6 sont convaincus d'obtenir des performances supérieures à celles que l'entreprise aurait obtenues sans avoir d'actionnaire PE. X. Coirbay estime, lui, que le PE améliore les performances de la société, mais que *“ce n'est pas déterminant”*. Aucun intervenant ne pense avoir un effet néfaste sur une entreprise ou en tout cas, pas pour une période prolongée. Ceci nous paraît évident, car des fonds qui dégradent systématiquement la situation de leurs entreprises en portefeuille ne sont pas en mesure de générer de rendements et d'attirer des investisseurs. Les intervenants 5 et 6 expliquent par exemple que certaines actions mises en place peuvent impacter négativement la performance à court terme, mais qu'elles sont implémentées pour impacter positivement la performance à long terme.

Les professionnels nous affirment également comparer la performance des sociétés dans lesquelles ils investissent à celles de leurs concurrents. La comparaison porte principalement sur l'évolution de la part de marché de l'entreprise de portefeuille. D'après A. Delesenne, les entreprises de leur portefeuille gagnent effectivement des parts de marché au cours de la période de détention, car les fonds de PE sont *“des meilleurs opérateurs que le marché”* en faisant référence à l'expertise en termes de M&A et de réflexions stratégiques et opérationnelles dont disposent les fonds de PE. L'intervenant 4 raconte que les sociétés qui ont un investisseur professionnel dans leur capital ont souvent de meilleures performances que la concurrence. X. Coirbay est plus nuancé : *“je crois qu'il faut être modeste lors des calculs de performance précis pour dire que grâce au fait qu'un fonds est actionnaire, cette société-là en particulier a fait mieux que ses pairs”*. Il estime effectivement qu'il est difficile de déterminer quelle part du rendement est attribuable aux actions des fonds spécifiquement. Les intervenants sont conscients que certaines sociétés en portefeuille ne surperforment pas leurs pairs. Toutefois, ils estiment qu'ils ont un impact positif et supérieur à d'autres formes d'actionnariat dans la grande majorité des cas. Les sociétés de PE ne peuvent se permettre qu'il en soit autrement car leur *track record* est leur principal atout afin de lever de nouveaux fonds.

Sur base des commentaires apportés par les professionnels interrogés, il semble que les deux hypothèses du mémoire sont confirmées dans la pratique : les fonds de PE améliorent les performances des entreprises dans lesquelles ils investissent et les entreprises de portefeuille démontrent des performances supérieures à celles de

leurs compétiteurs. Nous nous attendions à ces résultats dans la mesure où la majorité des professionnels interrogés travaillent pour des fonds *top tier*.

Pour expliquer la meilleure performance des entreprises en portefeuille, les intervenants mettent surtout en avant les vertus qui découlent du modèle de gouvernance instauré après le rachat et l'aide apportée en termes de M&A (pas uniquement financière, mais également en termes d'expertise et de contacts). Les professionnels interviewés ont tout particulièrement mis l'accent sur trois dimensions du modèle de gouvernance : l'alignement des intérêts du management et des actionnaires PE, un engagement actif accompagné d'un regard critique sur les performances et le passage d'une vue à court terme à une vue à moyen et long terme. Ils sont également convaincus que l'expertise M&A qu'ils apportent permet de créer beaucoup de valeur rapidement.

2.2.1 Modèle de gouvernance

Les trois avantages décrits ci-dessous sont mis en avant par les professionnels dans les interviews comme étant ceux qui permettent d'expliquer la performance supérieure des sociétés détenues par un fonds de PE. X. Coirbay les appelle des *"catalyseurs de performance"*.

2.2.1.1 Alignement des intérêts

Comme expliqué dans la partie 1, l'alignement des intérêts permet de réduire les conflits d'intérêts. L'intervenant 1 décrit le PE comme *"une chaîne qui vise à ce que les intérêts soient alignés tout du long"*. G. Samyn est convaincu que *"Tous les deals qu'on a réussis sont des deals dans lesquels le couple actionnaire-gestionnaire était parfait."* W. de Limburg pense, lui, que *"quand [les managers] ont des intérêts alignés, c'est quelque chose qui souvent permet de réaliser des choses qui ne sont pas réalisables dans d'autres contextes."*

Un alignement total des intérêts est donc nécessaire entre le management et le fonds de PE, ce qui est obtenu à travers le *management package*. X. Coirbay estime toutefois qu'il est important de rendre les mesures d'alignement des intérêts le plus symétrique possible et de les rendre aussi long terme que possible. Il estime qu'un

système de bonus en fonction des niveaux de performance atteints n'est pas optimal, à cause de son caractère asymétrique. En effet, les managers profitent de résultats positifs, mais n'ont rien à perdre dans le cas d'une baisse des performances, ce qui les pousse à prendre des risques parfois inconsidérés. X. Coirbay estime qu'une meilleure mesure est d'exiger que le management co-investisse au moment du rachat, réduisant ainsi l'asymétrie. Les intervenants 5 et 6 insistent aussi sur la participation du management aux éventuelles pertes en capital : *“en cas de mauvaises prestations de la part du management, la perte de capital doit se faire sentir, tout comme le fonds va le sentir”*. L'intervenant 2 explique que dans l'industrie, le management se fait généralement, en termes de MCI, le carré de ce que le fonds de PE se fait. Ce système exponentiel en termes de gains pour le management le motive à délivrer des performances supérieures aux attentes.

2.2.1.2 Œil critique et engagement actif

Les actionnaires PE siègent au conseil d'administration et apportent une vue extérieure et souvent plus critique sur la société, comme cela a été relayé par A. De Vos : *“Ce qu'on amène, c'est vraiment une vision extérieure, une outside-in perspective. On va regarder la société avec parfois un angle un peu différent, plus rationnel.”* Il est persuadé que cela a un impact positif sur la performance. Les intervenants 5 et 6 racontent qu'ils ont un contact régulier avec le management et que le challenger est bénéfique pour la performance de l'entreprise. L'intervenant 3 explique que grâce à une vision critique, le fonds de PE *“s'assure que le management est discipliné dans ses décisions et prend des décisions créatrices de valeur”*. Certains managers sont même friands de cette vue critique, comme le confirment A. Delesenne : *“On a une vraie valeur ajoutée pour les sociétés. Je pense que c'est aussi pour ça qu'ils [les managers] veulent venir avec nous,”* et l'intervenant 1 : *“Les managers aiment bien avoir un fonds de PE en tant qu'actionnaire parce que ça va les tirer vers l'excellence.”* L'intervenant 2 estime que cela fait partie du métier d'un fonds de PE *“de challenger le management, de lui mettre des objectifs qui sont difficiles à atteindre mais qui sont atteignables”*.

A intervalles réguliers, souvent mensuellement, (A. Delesenne, X. Coirbay et intervenants 1, 2, 5 et 6), la performance des entreprises est comparée à ce qui était

prévu dans le business plan. Dans le cas où la performance observée est inférieure à la performance escomptée, les fonds de PE vont, ensemble avec le management, tenter de comprendre les causes de cette différence et mettre en place des mesures pour y remédier. *“On ne va pas s’émouvoir d’une sous-performance, par contre il faut qu’on soit réactifs et qu’on comprenne pourquoi il y a une sous-performance et comment on peut l’améliorer.”* (intervenant 2).

Les contacts entre les fonds de PE et le management des sociétés de portefeuille ne se limitent bien entendu pas aux évaluations des performances. P. Demaerel estime que le suivi de la performance et les contacts réguliers entre le fonds de PE et le management offrent l’opportunité de réagir *“beaucoup plus rapidement à des situations de crise où il faut prendre des décisions rapides”*. W. de Limburg partage cet avis et y voit une vertu du PE: *“Je pense qu’un esprit ouvert et qu’une liberté d’action qui est typiquement celle d’une société sous LBO permet de s’adapter plus rapidement.”*

L’esprit critique et la rapidité d’action mènent à un engagement actif des fonds de PE. Ils apportent une aide au management dès le début de la relation pour définir le *business plan*, comme l’explique l’intervenant 4 : *“on est là avec le management de façon à définir la stratégie, déduire de cela un business plan et puis suivre le business plan et l’adapter.”* Le *business plan* comprend les grandes lignes d’action sur lesquelles le management se concentrera pour développer l’entreprise au cours de la période de détention. P. Demaerel rajoute que *“Déjà durant la phase de due diligence, les investisseurs potentiels et le management vont se mettre d’accord sur une vision commune stratégique qui doit mener ou qui devrait mener à une création de valeur.”* A. De Vos raconte que *“lorsqu’on commence avec une société en portefeuille, on va toujours s’asseoir avec eux et mettre avec eux en place un plan d’actions pour les 100 premiers jours”*. X. Coirbay explique que *“On a à l’entrée identifié un certain nombre de priorités et de choses qu’on considère comme des priorités de développement ou des priorités stratégiques, on les partage avant d’investir.”* Ces scénarios sont élaborés avant le rachat et peuvent concerner une palette assez large d’actions à implémenter. Le changement d’actionnaire permet donc de (re)définir la stratégie de l’entreprise et de mettre en place des bonnes pratiques de gestion et de se concentrer sur un certain nombre d’éléments pour

développer la société. L'intervenant 1 raconte que *“il y a toute une toolkit que toi en tant que professionnel de l'investissement, tu as vu ou que tu vois dans d'autres entreprises et que tu vas appliquer.”*

Plusieurs intervenants attirent cependant notre attention sur le fait qu'un engagement excessif des actionnaires dans la gestion opérationnelle de l'entreprise de portefeuille est dangereux. Ils soulignent l'importance de laisser la main au management, car une trop grande interférence mènerait à une destruction de valeur. Selon A. Delesenne : *“c'est vraiment l'idée de active shareholder, le but c'est vraiment de les aider [...] en termes de réflexion stratégique et approche opérationnelle [...] mais pas d'être le management à la place du management.”*

2.2.1.3 Passage d'une vue à court terme à moyen et long terme

Par rapport à des sociétés cotées ou à des entreprises familiales, les professionnels du PE estiment que le modèle de gouvernance LBO a également des avantages en termes d'horizon selon lequel les décisions sont prises. Les sociétés cotées sont obligées de publier des résultats trimestriels et sont dès lors (trop) souvent tournées vers les résultats à court terme selon les intervenants. Les entreprises de portefeuille des fonds de PE sont privées et n'ont donc pas cette obligation. X. Coirbay explique que cela permet aux entreprises de se concentrer *“sur la rentabilité à moyen et long terme plutôt que sur la rentabilité du trimestre”*. Les intervenants 5 et 6 racontent qu'il est parfois nécessaire de prendre des décisions impactant négativement la performance à court terme, mais qui permettent de créer beaucoup de valeur à moyen et à long terme. W. de Limburg insiste sur l'importance de ne pas surréagir à une sous-performance qui peut être le résultat d'actions que la société a entreprises : *“il y a beaucoup d'actions qui sont prises et qui ont parfois une période ingrate, mais il faut être convaincu de ce qu'on fait [...] et garder une vision industrielle de long terme”*. X. Coirbay explique que cette vision à long terme permet aux entreprises privées de battre des indices boursiers et conclut *“qu'il y a une vertu à avoir un mode de gouvernance qui est moins influencé par le très court terme”*.

La vision à long terme est également importante pour les fonds de PE dans l'optique de la revente de la société de portefeuille. En effet, les intervenants expliquent qu'il est important de penser aux opportunités de croissance que l'entreprise peut avoir

après la période de détention dès le début de celle-ci. Plus une entreprise a des opportunités de croissance au moment de sa revente, plus elle est attractive pour des acheteurs potentiels. Les intervenants 5 et 6 déclarent à ce sujet que lors de la *due diligence* préliminaire, il faut déjà *“réfléchir de sorte qu’à la fin de la période de détention, on ait un business plan attractif pour le futur de l’entreprise”*. L’intervenant 1 explique qu’il faut *“préparer l’equity story que le fonds vendra demain au marché”*. X. Coirbay a une analyse identique et explique qu’un fonds de PE ne peut pas se contenter d’extraire de la valeur à court terme et ensuite revendre une entreprise qui n’a pas de perspectives de croissance. Il doit inclure la création de valeur à long terme dans sa stratégie.

2.2.2 M&A

En plus d’un modèle de gouvernance supérieur, les fonds de PE aident les sociétés de portefeuille à procéder à des acquisitions au cours de la période de détention. Il y a plusieurs volets à cette aide. Il s’agit de i) la mise à disposition de moyens financiers et de l’expertise du fonds pour les participations, ii) l’accompagnement dans la réalisation de transactions transformantes et iii) l’aide à l’intégration post-acquisitionnelle des entreprises rachetées.

Premièrement, de par leur *business model*, les fonds de PE sont des experts en M&A et mettent cette expertise à disposition des sociétés de portefeuille, comme l’explique l’intervenant 1 : *“il y a un accompagnement en ressources externes à la fois en capital humain et financier”*. Les fonds de PE ont en effet des capacités de financement (très souvent) supérieures à celles des entreprises de portefeuille. L’intervenant 3 confirme la mise à disposition de l’expertise du fonds pour les sociétés de portefeuille et raconte qu’il les aide à identifier des cibles potentielles et à déterminer le prix optimal à payer pour l’acquisition. Les intervenants 5 et 6 déclarent qu’ils aident les entreprises en portefeuille à réaliser en moyenne deux à trois acquisitions, ce qui permet de donner *“un nouvel élan à des sociétés qui sont déjà performantes en soi pour les pousser à aller plus loin”*.

Le deuxième volet de l’aide apportée par les fonds de PE concerne la taille des acquisitions. L’intervenant 1 explique en effet que peu d’entreprises procèdent à des acquisitions transformantes pour leur business lorsqu’elles n’ont pas d’actionnaire

PE, à cause du risque élevé lié à de telles opérations. Elles préfèrent faire une multitude de plus petites transactions qui s'inscrivent dans une stratégie de *buy-and-build*. La valeur ajoutée d'un actionnaire de PE est donc selon lui d'apporter les moyens pour réaliser des transactions transformantes. L'intervenant 2 partage cet avis et l'illustre avec l'exemple d'une entreprise qui est dans le portefeuille du fonds pour lequel il travaille, qui a procédé à plusieurs acquisitions transformantes :

Je suis persuadé que si la société était restée dans les mains des actionnaires précédents, ils n'auraient pas créé la valeur que nous avons créée en quelques mois. Donc via les contacts et via une sorte de réseau, on peut créer des opportunités pour les sociétés du portefeuille qu'elles n'auraient peut-être pas pu faire avec un autre actionnaire ou si elles étaient détenues par une famille ou si c'était une plus petite boîte.

Enfin, les fonds de PE font également bénéficier les entreprises en portefeuille de leur expertise en intégration post-acquisitionnelle des entreprises rachetées. En effet, le M&A crée de la valeur sous forme de synergies et d'augmentation du multiple de valorisation, à condition que les acquisitions soient intégrées correctement au groupe plus large (intervenant 2). Les intervenants 5 et 6 déclarent qu'une telle intégration peut être difficile, surtout si le nombre d'acquisitions est élevé. Néanmoins, X. Coirbay estime que le taux de succès des acquisitions menées par des entreprises détenues par un fonds de PE est supérieur à celui d'autres entreprises. Il explique ce meilleur résultat par l'expertise des fonds en termes de sélection des meilleures cibles, de détermination du prix à payer et d'intégration post-acquisitionnelle.

Toutefois, l'entièreté de la croissance d'une société ne doit pas reposer uniquement sur la croissance inorganique. La croissance organique est également importante, comme le souligne W. de Limburg. D'après lui, il est important que toute entreprise crée de la valeur "toute seule" en augmentant ses revenus, son EBITDA et sa génération de cash. La croissance organique est également importante au moment de la revente de l'entreprise à la fin de la période de détention. L'intervenant 2 estime en effet qu'il est plus facile de vendre une entreprise qui a des perspectives de croissance basées (principalement) sur une croissance organique. A. De Vos

explique, lui, qu'une stratégie de croissance inorganique ne peut pas systématiquement être implémentée.

Conclusion

Les professionnels du PE interrogés détaillent les principaux avantages qu'ils apportent concernant le M&A. Premièrement, ils mettent leur expertise à disposition des sociétés en portefeuille pour identifier, valoriser et financer des acquisitions pour créer de la valeur et générer une surperformance. Deuxièmement, ils vont aider leurs participations à se développer plus rapidement en procédant à des opérations transformantes. Enfin, leurs connaissances en intégration post-acquisitionnelle d'entreprises permettent d'obtenir des taux de succès plus élevés que les autres entreprises. Nous trouvons intrigant qu'aucune des sources de la revue de littérature ne présente cette aide apportée en termes de M&A comme explication à la surperformance des sociétés en portefeuille, alors qu'une grande majorité de nos intervenants la cite. Nous avons toutefois trouvé une étude qui confirme qu'une stratégie de croissance inorganique bien effectuée améliore considérablement les performances de la société en portefeuille (Ernst & Young, 2008).

2.3 Facteurs clés de la création de valeur

Au cours des interviews, les intervenants ont mis en avant deux facteurs clés déterminant la création de valeur : le choix de la société dans laquelle investir et l'importance du management. Ayant attisé notre curiosité, nous avons décidé de comparer ces facteurs dans la littérature aux avis des professionnels du PE en Belgique.

2.3.1 Choix de société dans laquelle investir

2.3.1.1 Littérature

En 2004, Harper et Schneider soulignaient l'importance pour les fonds de PE d'adapter leur *business model* pour faire face aux nouveaux défis (du capital en excès, un accès privilégié aux deals diminué, la démocratisation de "l'expertise PE", l'émergence de nouveaux types de compétiteurs) auxquels le monde du PE fait face et qui ont rendu l'industrie (encore) plus compétitive. Une première étape de cette adaptation est des investissements plus importants en *due diligence*.

Traditionnellement, les fonds étaient peu disposés à investir massivement dès le départ afin d'obtenir une vision précise des actions nécessaires pour réaliser le potentiel à la hausse d'un rachat. Cela peut être partiellement expliqué par le fait que des investissements importants de ce type réduisent le cash disponible par la rémunération des gestionnaires des fonds et d'autres professionnels. Un examen anticipé, détaillé et rigoureux des transactions permet aux professionnels de déployer leur temps de manière appropriée, ce qui contribuera *in fine* au succès final de chaque transaction (Harper & Schneider, 2004). De plus, certaines études comme celle de Desbrières et Schatt (2002) mentionnée précédemment, attribuent une grosse partie de la performance supérieure des entreprises de portefeuille de fonds de PE à leur capacité de *stock-picking* en investissant dans les entreprises plus performantes que la moyenne à la base. Le choix de la société semble donc d'une importance primordiale afin de générer des rendements pour le fonds de PE.

Mikhail, Walther, et Willis (2004) ont examiné si les analystes font preuve de persistance dans leur capacité de *stock-picking*. Ils constatent que les analystes dont les recommandations ont généré le plus (le moins) de rendements excédentaires dans le passé continuent à surperformer (sous-performer) par la suite. Ceci pourrait suggérer que les fonds de PE dont le rendement est élevé sont bons en *stock-picking* et continueront à l'être.

Phalippou et Zollo (2005) ont exploré les drivers de la performance des fonds de PE. Les deux principaux facteurs ayant une incidence importante sur les rendements des PE sont les taux d'intérêt au moment de l'investissement et le niveau des rendements des marchés boursiers pendant la période d'investissement. Ceci suggérerait que les fonds de PE n'ont que très peu de capacités de *stock-picking*. Kaserer et Diller (2009) ont toutefois pu démontrer que la variation des rendements des différents fonds est due, entre autres, aux compétences des commandités.

2.3.1.2 Avis des professionnels

Les professionnels interrogés s'accordent à dire que le choix de l'entreprise à racheter joue un rôle primordial dans la création de valeur. A. De Vos pense même que "*C'est sans doute la chose la plus importante.*" Dans le choix de la société, il est important de bien étudier le prix à payer pour celle-ci ainsi que les conditions dans

lesquelles elle opère. W. de Limburg révèle que *“choisir la mauvaise société ou surpayer fortement sont deux erreurs qui sont difficiles à corriger par la suite”*.

Les intervenants 5 et 6 expliquent qu’une *due diligence* exhaustive et extrêmement détaillée consiste en la première étape clé dans la création de valeur. L’intervenant 1 déclare que le choix d’une société, *“C’est bien évidemment et avant tout, une question de prix. Est-ce que tu as payé le bon prix pour cet actif ?”* Ne pas surpayer une entreprise est important car cela impacte négativement les rendements. De plus, les fonds pourraient avoir trop tendance à essayer de rentabiliser leur investissement plutôt que d’améliorer les performances de la société de portefeuille. Cependant, ne pas surpayer ne signifie pas que les fonds de PE ne peuvent pas payer un prix élevé pour acquérir une cible. En effet, si au cours de la *due diligence*, des mesures créatrices de valeur ont été identifiées et justifient un prix élevé, les fonds de PE peuvent se permettre de payer un prix fort tout en étant confiants de pouvoir réaliser un bon investissement (A. Delesenne et intervenant 1).

P. Demaerel, G. Samyn, X. Coirbay et les intervenants 1, 2, 5 et 6 expliquent que les sociétés qu’ils achètent sont des sociétés établies qui ont de solides performances et qui sont souvent les leaders du marché ou tout du moins, mieux positionnées dans le marché que leurs compétiteurs. Comme cela est expliqué plus bas, le management est un critère d’investissement capital. G. Samyn explique à ce propos que la CNP *“investit dans des sociétés que l’on estime, nous, être des sociétés gagnantes, mais ce sont surtout des couples opportunités - management - marché qui vont faire la différence”*. Sélectionner des sociétés qui répondent aux critères d’investissement permet de diminuer les risques inhérents à la recherche par le PE de rendements plus élevés que la majorité des autres formes d’investissement (intervenant 1). Investir dans une société qui est leader de son marché n’est cependant pas un gage de réussite pour un deal, tout comme il est possible de réaliser de (très) bons deals en rachetant des entreprises moins performantes et en faire des leaders sur leur marché (intervenants 5 et 6). P. Demaerel remarque cependant que les critères d’investissement des différents fonds sont très similaires. D’après lui, les fonds de PE avaient par le passé (plus) le loisir de pouvoir acheter des entreprises sous-performantes, d’implémenter un certain nombre de mesures pour récolter les *low hanging fruits* et par la suite revendre ces entreprises. Aujourd’hui, le marché est

arrivé à maturité et le nombre d'acteurs présents a fortement augmenté, suite à quoi les *proprietary deals* deviennent de plus en plus rares selon P. Demaerel. G. Samyn abonde dans ce sens et constate une intermédiation croissante des deals. Les interviewés expliquent qu'il est cependant toujours possible de récolter des *low hanging fruits* en investissant dans une société moins bien gérée.

2.3.1.3 Comparaison

La littérature examinée et les professionnels interrogés sont du même avis et confirment l'importance de la *due diligence* dans la réalisation d'un bon deal. Cette première étape est primordiale car elle permet d'obtenir une vue exhaustive de l'entreprise considérée, de l'industrie dans laquelle elle opère ainsi que les tendances au sein de celle-ci, des perspectives de croissance, etc. Par ailleurs, cette recherche approfondie est importante pour déterminer le prix à payer pour l'acquisition et pour choisir l'entreprise qui correspond le mieux aux critères d'investissement.

Les professionnels interviewés expliquent que les sociétés qu'ils recherchent répondent aux mêmes critères : ce sont généralement des sociétés établies avec de solides performances dont le *business model* est prouvé et pérenne. Elles sont souvent les leaders du marché ou tout du moins, mieux positionnées dans le marché que leurs concurrents. La société et son marché doivent également offrir des perspectives de croissance importantes dans le futur. Cela semble indiquer que les fonds de PE aient la capacité de faire du *stock-picking* en choisissant les meilleures entreprises à la base. Ceci rejoint les articles de littérature examinés à ce sujet qui attribuent une grande partie du rendement des fonds de PE à leur capacité à faire du *stock-picking*.

2.3.2 Management

2.3.2.1 Littérature

Castanias et Helfat (1991) analysent le rôle du management en tant que ressource clé pour obtenir un avantage concurrentiel à long terme pour la société. Etant donné que le management a le pouvoir de prendre des décisions importantes ainsi que de les implémenter, c'est une ressource unique afin de créer de la valeur pour l'entreprise.

L'article accentue donc l'importance de l'expertise managériale et prône un meilleur alignement des intérêts du management et des actionnaires pour profiter de tous les bénéfices qu'offre un management.

Robbie et Wright (1995) s'appuient sur des études de cas de Management Buy-Ins (MBIs) pour examiner les effets de la modification de la gestion et de la propriété. Les données suggèrent que même si le management peut être adéquatement encouragé, des problèmes peuvent survenir en ce qui concerne les asymétries de l'information, des difficultés pour le suivi du fonds et de la mise en oeuvre des stratégies peuvent survenir. Le management est donc une ressource clé qu'un fonds de PE doit savoir gérer afin de valoriser leur investissement.

Guo et al. (2011) constatent que les gains sur les flux de trésorerie liés à l'exploitation sont plus importants pour les sociétés dont la société d'investissement privée a remplacé le CEO au moment du rachat ou peu après. Ils constatent également que les améliorations des flux de trésorerie, déduction faite des avantages fiscaux, sont plus importantes pour les entreprises de l'échantillon ayant des augmentations plus importantes de la dette à la suite du rachat. Cette preuve est cohérente avec les théories suggérant qu'un des avantages de la dette est la réduction des coûts d'agence.

2.3.2.2 Avis des professionnels

Les intervenants mettent unanimement en exergue l'importance de l'équipe de management dans les entreprises de portefeuille. W. de Limburg estime même qu'il *“vaut mieux avoir une société moyenne avec une bonne équipe de management qu'une bonne société avec une mauvaise équipe de management.”* Le management constitue dès lors un critère d'investissement important, car c'est lui qui possède l'expertise de l'industrie et de l'entreprise dans laquelle les fonds investissent. A. Delesenne déclare que *“à la base on fait un partenariat avec le management, on investit en eux [...] Et donc avoir un management solide en place, c'est vachement important et c'est un critère d'investissement.”* Comme c'est également lui qui est en charge d'exécuter la stratégie au cours de la période de détention, le choix d'un bon management est fondamental. X. Coirbay, en parlant du management, est convaincu

que *“La clé, c’est que si on a des gens qui savent faire avancer la boîte, les effets positifs se démultiplient.”*

Il est également important d’avoir une relation forte et basée sur la confiance entre les deux parties, car elles ont toutes les deux besoin l’une de l’autre. A. De Vos explique qu’il est essentiel de se faire voir comme un partenaire par le management. G. Samyn déclare à ce propos que les actionnaires doivent être en symbiose avec le management et partager les mêmes visions, mais également en être le contrepoids, en étant critique.

Les fonds de PE vont rarement investir dans une société avec l’intention de changer le management dès le premier jour. Cela augmente selon eux le risque de l’investissement et peut avoir des conséquences néfastes sur (la performance de) l’entreprise ainsi que sur la réputation du fonds, comme l’explique l’intervenant 2 : *“Changer le management, oui, mais ça peut faire des dégâts. En virant un patron, tu risques de te mettre à dos une partie des autres managers, voire même une partie des autres actionnaires.”* Les fonds optent plutôt pour un renforcement de l’équipe de management existante ou décident de ne pas investir du tout dans la société. Un changement de management n’est donc utilisé que dans des situations extrêmes, lorsque l’entreprise sous-performe par rapport aux prévisions établies pour une période prolongée ou si le management et le fonds de PE ne partagent plus la même vision. Malgré ces risques liés au changement de l’équipe de management, G. Samyn, X. Coirbay et W. de Limburg expliquent qu’une erreur qu’ils ont commise par le passé, a été d’attendre trop longtemps avant de changer un management. Une fois qu’il apparaît que l’équipe de management n’est pas la bonne, ils estiment qu’il ne faut pas perdre de temps car prolonger l’aventure avec le (mauvais) management en place nuira fortement à l’entreprise. X. Coirbay illustre ces propos avec l’expression suivante : *“le jour où tu te demandes si tu as le bon management, tu aurais dû le changer hier. Si un jour tu te poses la question, c’est déjà trop tard.”*

2.3.2.3 Comparaison

Tant les professionnels du PE que la littérature soulignent l’importance du management. Il est souvent un critère de sélection important pour les gestionnaires de fonds de PE. Une relation de confiance ainsi qu’un alignement des intérêts sont

nécessaires pour mener à bien l'exécution du plan stratégique établi ensemble. La gestion opérationnelle est laissée au management et l'objectif des actionnaires de PE n'est pas de se substituer au rôle du management, mais plutôt d'en être un partenaire. Contrairement à ce que l'étude de Guo et al. (2011) suggère, les professionnels sont très prudents lorsqu'il s'agit de remplacer une équipe de management. Ils n'ont recours à cette mesure que dans les cas extrêmes et chercheront principalement à maintenir le management existant en place, en renforçant éventuellement l'équipe. Le remplacement du management est selon eux une mesure (très) risquée qui a des effets néfastes sur l'entreprise.

Ce qu'il faut retenir de ce chapitre

Il ressort des littératures américaine et européenne qu'au cours de la période de détention par un fonds de PE, la profitabilité des entreprises est améliorée grâce à de meilleures marges opérationnelles, une meilleure gestion du besoin en fonds de roulements, une croissance des ventes et des actifs et une productivité optimisée. L'étude de Desbrières et Schatt (2002) observe que la profitabilité des sociétés de portefeuille reste supérieure à celle de pairs, bien qu'elle se détériore et tende vers la moyenne de l'industrie. Ceci suggère que les fonds de PE ont une capacité de *stock-picking*. Malgré cela, la majorité de la littérature confirme donc la première hypothèse et ce, à travers les années. Les professionnels du PE interrogés déclarent qu'ils ont un impact positif sur la performance des sociétés dans lesquelles ils investissent. Plusieurs d'entre eux estiment que ces performances sont supérieures à celles que les entreprises auraient atteintes sans un actionnaire PE. Aucun des intervenants ne pense avoir d'effet négatif sur la performance. Les professionnels du PE confirment donc également largement la première hypothèse. Nous concluons donc que les fonds de Private Equity améliorent la performance des entreprises dans lesquelles ils investissent.

La littérature qui compare les performances des entreprises détenues par un fonds de PE à celles de pairs démontre qu'en général, la croissance des revenus et de la profitabilité opérationnelle des entreprises en portefeuille sont supérieures à celles de leurs pairs non rachetés. Les professionnels du PE en Belgique partagent cette

opinion. X. Coirbay est plus nuancé et explique que malgré le fait que les performances des sociétés en portefeuilles soient supérieures à celles des pairs, il est très difficile de déterminer la part de responsabilités du fonds de PE dans cette surperformance. Les intervenants sont toutefois conscients que certaines sociétés en portefeuille ne surperforment pas leurs pairs. Néanmoins, ils estiment qu'ils ont un impact positif et supérieur à d'autres formes d'actionnariat dans la grande majorité des cas grâce au modèle de gouvernance renforcé et l'aide apportée en M&A. Les sociétés de PE ne peuvent se permettre qu'il en soit autrement car leur *track record* est leur principal atout afin de lever de nouveaux fonds. Dès lors, nous estimons que les études ne confirmant pas la deuxième hypothèse auraient des conclusions différentes en n'incluant dans leur échantillon que des fonds appartenant à des sociétés de PE ayant levé des capitaux avec succès plus d'une fois. Sur base de la littérature et des avis des professionnels, nous confirmons également la deuxième hypothèse.

Comme les deux hypothèses sont confirmées, nous concluons qu'avoir un fonds de Private Equity en tant qu'actionnaire aide réellement les sociétés de portefeuille, non seulement à croître davantage, mais aussi à être plus performantes que leurs concurrents.

Enfin, deux facteurs à l'importance prépondérante pour la création de valeur évoqués par les professionnels sont le choix de la société à la base et le management. D'une part, une *due diligence* approfondie permet non seulement d'éviter de surpayer, mais permet aussi de choisir la société qui correspond le mieux aux critères d'investissement. D'autre part, le management possède les connaissances de l'entreprise et de l'industrie et est responsable de la gestion opérationnelle de l'entreprise. Il constitue dès lors le critère d'investissement principal pour les fonds de PE et son remplacement est risqué selon les professionnels interrogés. C'est pourquoi les intervenants expliquent qu'investir dans le bon management est plus important que d'investir dans la bonne entreprise.

PARTIE 3.

INFLUENCE DES CARACTÉRISTIQUES DES FONDS SUR LA PERFORMANCE

Chapitre 1. Caractéristiques de fonds influençant la performance des sociétés de portefeuille

Cette partie tente de déterminer dans quelle mesure quatre des plus importantes caractéristiques de fonds, abordées dans la partie 1, influencent l'amélioration de la performance constatée dans la partie 2. Les caractéristiques retenues sont :

1. **La spécialisation** d'un fonds ou non, que ce soit dans une ou plusieurs industries, ou dans des sociétés en détresse.
2. **Des investissements minoritaires ou majoritaires.**
3. **Le ticket d'entrée** des investissements: *small*, *mid* ou *large cap*.
4. **La longueur de la période de détention.**

Etant donné que les professionnels interviewés sont tous issus de fonds belges ou de la filiale belge d'un fonds originaire d'un pays voisin, investissant plus ou moins dans les mêmes pays, la géographie des investissements n'est pas une des caractéristiques analysées.

Pour chaque caractéristique, nous analysons brièvement la littérature et la comparons aux avis recueillis au travers des interviews. Finalement, pour clôturer notre mémoire, nous nous posons la question de savoir si cette amélioration de la performance est durable, même après le désinvestissement de la société

1.1 Analyse des caractéristiques

1.1.1 Spécialisation

1.1.1.1 Littérature

L'étude la plus notable concernant la spécialisation des fonds de buyout est celle de Cressy et al. (2007). Selon eux, les raisons théoriques qui poussent un fonds de PE à se spécialiser sont : i) une réduction des asymétries d'information à mesure que l'entreprise se fait une image plus précise de l'industrie et de la probabilité de succès de l'entreprise (Eisenhardt, 1989) et ii) une réduction de l'incertitude à mesure que le fonds acquiert une connaissance plus approfondie des entreprises dans ce domaine. Les avantages de la spécialisation sont basés sur des ressources et des capacités spécifiques qui confèrent des avantages aux fonds de PE tant dans les phases pré- que post-transactionnelles. Cependant, cette orientation vers une industrie en particulier induit un "coût" suite à la perte de diversification du portefeuille. Le degré de spécialisation d'une société de PE devrait dès lors trouver un équilibre entre ces deux effets contradictoires.

Comme mentionné dans la partie 2, les auteurs constatent qu'au cours des trois premières années post-rachat, la rentabilité d'exploitation des entreprises soutenues par un fonds de PE est supérieure de 4,5% à celle des sociétés comparables. Ils constatent également que la spécialisation dans une industrie des entreprises de PE ajoute 8,5% à cette prime, mais que la spécialisation dans une étape de croissance spécifique ne confère pas de prime similaire. Les résultats de l'étude démontrent que les taux de profitabilité opérationnelle des entreprises rachetées par un fonds de PE spécialisé dans une industrie particulière (10,2%) sont plus élevés que les taux de profitabilité opérationnelle des entreprises rachetées par un fonds de PE non spécialisé (6,6%). Il n'existe cependant pas de différences statistiquement significatives entre les taux de croissance du chiffre d'affaires entre les deux groupes. Dès lors, Cressy et al. (2007) concluent que la spécialisation des sociétés de PE est une stratégie très utile pour gagner un avantage compétitif. De plus, les avantages liés à cette stratégie semblent surpasser le risque plus élevé d'un portefeuille moins diversifié.

Scellato et Ughetto (2013) trouvent dans leur échantillon de 241 buyouts en Europe entre 1997 et 2004 une rentabilité d'exploitation inférieure par rapport au groupe de

contrôle trois ans après la transaction. Lorsqu'ils limitent l'analyse au sous-échantillon de fonds spécialisés en buyout, les auteurs constatent que les fonds généralistes ont une incidence négative et significative sur la rentabilité opérationnelle, tandis que les spécialistes du *turnaround* ont une incidence positive. Ceci est une nouvelle preuve que la spécialisation peut être bénéfique.

Gejadze, Giot, et Schwienbacher (2017) examinent l'effet de la spécialisation sur les activités de levées de fonds des sociétés de PE. Ils constatent que les fonds spécialisés recueillent de nouveaux capitaux plus rapidement que les généralistes si le type de nouveaux fonds coïncide avec le domaine d'expertise de l'entreprise de PE, ce qui suggère que l'expertise ne peut pas être facilement étendue à d'autres industries. Ils montrent également que les avantages de la spécialisation augmentent à mesure que l'entreprise de PE acquiert de l'expérience.

Le Nadant, Perdreau, et Bruining (2018) pensent que l'importance des avantages de la spécialisation dépend de la criticité des ressources conférant la spécialisation, tel que la faculté de mieux estimer les risques dans un secteur, pour les améliorations des performances des sociétés cibles. La spécialisation sectorielle confère des avantages lorsque la société en portefeuille, est soit en difficulté ou très performante avant le rachat car, dans ces contextes, les améliorations de performance sont plus difficiles à atteindre. L'analyse est basée sur un échantillon de 217 rachats soutenus par des PE réalisés en France entre 2001 et 2007. Les résultats montrent que la spécialisation relative dans l'industrie de la société rachetée résulte en une augmentation des bénéfices supérieure de 7,5% aux rachats soutenus par des entreprises de PE non spécialisées dans l'industrie. La spécialisation de l'industrie contribue également à la croissance de l'entreprise cible, en particulier lorsque les améliorations de la performance sont difficiles à atteindre. En outre, l'ampleur de l'effet de spécialisation positif de l'industrie varie d'une entreprise à l'autre.

La recherche existante suggère donc que la spécialisation dans une industrie ou dans les *turnaround* favorise le développement des compétences de base et de l'expertise dans cette industrie, permettant ainsi de réduire les risques et d'améliorer l'efficacité opérationnelle des entreprises de portefeuille. Les sociétés de PE peuvent ainsi se démarquer par leur qualité plutôt que par leurs prix.

1.1.1.2 Avis des professionnels

Spécialiste

Seulement un des fonds que nous avons interviewés se spécialise dans un secteur en particulier. Sa spécialisation découle de l'expérience précédente des gérants du fonds dans ce secteur. L'équipe toute entière est donc spécialisée dans ce secteur, mais cela ne les empêche pas de travailler avec des experts externes pour valider certaines de leur actions, pour avoir une opinion externe à propos d'une entreprise, pour les *due diligence* ou s'il leur manque certaines compétences très spécifiques. Toutefois, ils essayent que les interventions soient vraiment nécessaires car leur équipe en place est composée de spécialistes, ce qui ferait "double emploi" (intervenant 4). Le fonds est bien conscient qu'en moyenne les fonds spécialisés ont une meilleure performance, ils visent un IRR entre 15 et 20%.

Généralistes

Tous nos autres intervenants semblent reconnaître certains avantages de la spécialisation, ou du moins sont conscients de ne pas posséder la science infuse car ils font tous appel à une forme de conseil dans l'industrie sous une des formes suivantes, et souvent en en combinant plusieurs:

- 1) L'utilisation d'experts externes pour avoir des renseignements pré-rachat sur l'industrie ou une société en particulier, ou post-rachat pour aider sur un projet particulier pour une société de portefeuille. Ces experts sont contactés de manières différentes : soit le fonds de PE fait jouer son réseau, soit il s'agit de sociétés de conseil généralistes, soit les fonds font appel à un intermédiaire dont le but est de les mettre en contact avec des personnes qui répondent à certains critères. Selon A. Delesenne, si la discussion se passe bien, la possibilité d'offrir aux experts de travailler ensuite avec le fonds n'est pas exclue.
- 2) Un advisory board qui est composé de ex-CEOs dans les industries dans lesquelles le fonds investit le plus souvent. Il s'agit souvent de top managers qui sont devenus également intéressés par le métier de Private Equity. Ils disposent non seulement d'un réseau auquel le fonds de PE peut faire appel,

mais il n'est pas rare que les membres de l'advisory board rejoignent le conseil d'administration d'une société de portefeuille dans un secteur qui est proche de leur domaine d'expertise.

- 3) La plupart des fonds définissent certains secteurs, des verticales, dans lesquels ils investissent, qui sont généralement très larges. Souvent un ou deux partners sont spécialisés dans chacune des verticales. Toutefois, même si les fonds ont des secteurs de préférence, ils vont probablement également considérer d'autres dossiers.
- 4) Des personnes externes que le fonds recrute uniquement dans le but de leur donner une place au conseil d'administration des sociétés de portefeuille, afin d'avoir une vue objective du progrès de la société.

A force de suivre certaines industries et certaines sociétés de portefeuille, les employés de fonds de PE acquièrent certains réflexes propres à la société et à l'industrie *“sans avoir la prétention d'en connaître plus que le management”*, comme le dit l'intervenant 2.

Au vue de l'importance accordée au management de la société cible (voir partie 2), il est normal de voir que pour certains fonds le meilleur spécialiste du secteur est le CEO de la société. L'intervenant 1 affirme que *“Si on ne pense pas que c'est le meilleur, la meilleure personne du secteur dans sa niche, ça veut dire que ce n'est pas la bonne cible.”* De plus, la demande pour des spécialistes peut également venir de la part du management qui a besoin de compétences spécifiques ou lorsqu'il fait appel à son réseau pour l'aider sur certains projets.

Avantages

En ligne avec la littérature, la spécialisation et l'appel à des experts externes sont des facteurs de différenciation importants, voire nécessaires. Comme le dit X. Coirbay :

C'est [faire appel à des experts] une question d'avoir un dialogue instruit avec son interlocuteur, avec le management. C'est important, il faut pouvoir donner le bon prix au vendeur, mais on doit aussi convaincre le management qu'on est le bon partenaire, parce que si le lendemain de l'investissement, toute l'équipe s'en va ou s'il y a trop de rotations, trop d'instabilité, c'est très compliqué de continuer à délivrer.

G.Samyn affirme lui que “*si on connaissait un secteur plus à fond, dans certains cas on aurait été meilleurs*”, impliquant un potentiel de création de valeur de la spécialisation. De plus, cela confère d'autres avantages tels que la crédibilité et un effet marketing. Premièrement, un CEO n'a pas suivi des sociétés de loin, il a au contraire une expérience professionnelle incomparable de ce qui se passe *day-to-day*. Selon A. Delesenne, un management préférera parler à “*quelqu'un qui connaît l'industrie depuis 30 ans plutôt qu'à un analyste qui a examiné des données pendant deux semaines*”. De plus, ce sont des “*mines d'or d'informations*”. Deuxièmement, lever des fonds est certainement plus facile en ayant un advisory board composé de ex-CEOs des plus grosses sociétés de l'industrie et en se présentant comme un expert dans une verticale.

Désavantages

Les intervenants étaient toutefois conscients de certains problèmes pouvant survenir. Tout d'abord, il faut pouvoir enthousiasmer les conseillers externes adéquatement afin de les convaincre de passer assez de temps sur un dossier. Ensuite l'intervenant 2 prévient que “*les équipes de management n'aiment pas forcément voir des consultants débarquer pour leur dire ce qu'ils devraient faire*”. Finalement, très peu de fonds se spécialisent dans des verticales très étroites, car il existe un risque que de longues périodes peuvent survenir durant lesquelles “*le secteur sur lequel on se*

spécialise n'est en fait pas très intéressant et donc on ne délivre pas de returns" (X. Coirbay).

Futur

Quoi qu'il en soit, P. Demaerel estime que dans le futur il y aura proportionnellement moins de *deal makers* et plus de personnes ayant un background industriel, car de plus en plus de joueurs sont conscients qu'il faut pouvoir améliorer la rentabilité d'une cible. Et souvent, le *deal maker* n'est pas le profil le plus adapté. Ceci est en ligne avec les conclusions du chapitre 1 de la partie 2, où la plupart des fonds estiment que l'amélioration de la performance des entreprises de portefeuille devient le déterminant le plus important de leur rendement. Cette vision est partagée par X. Coirbay, bien que la Sofina n'ait pas d'experts internes, *"c'est de plus en plus courant dans les boîtes d'investissement"* et il rajoute même que cette spécialisation croissante des équipes et des gestionnaires est une tendance du marché, car cela *"permet d'être plus efficace pré- et post-investissement et de pouvoir gagner des deals plus facilement"*.

Experts en interne: "Operating Partners"

Certains intervenants sont toutefois sceptiques quant à avoir des experts en interne qui se focalisent principalement sur l'amélioration opérationnelle des sociétés de portefeuille, dont le rôle est essentiellement de discuter avec le management pour l'identification des projets qui ont le plus d'impact sur l'EBITDA. Avant que ce soit le cas, il doit y avoir tout un travail de préparation. Il faut pouvoir systématiser l'*operational improvement* et cette philosophie doit être également partagée avec le reste de l'équipe. Il faut donc que le fonds de PE soit assez grand pour pouvoir rentabiliser cet investissement. De plus, il faut pouvoir enthousiasmer les *Operating Partners*, car ils n'ont généralement pas participé au deal pré-rachat et leur rémunération n'est pas immédiatement liée à la performance du deal, mais plutôt à la performance du fonds dans son ensemble selon P. Demaerel. X. Coirbay estime qu'il y a beaucoup plus de rotations dans les *Operating Partners* car ce sont *"les deals makers qui ont les gros morceaux des economics"*. De plus, il estime que *"c'est un modèle qui est compliqué à faire fonctionner parce qu'on a rarement toute la palette des expertises"*. L'intervenant 1 pense même que *"les Operating Partners, s'ils étaient vraiment bons, auraient plus d'argent à se faire en créant leur boîte plutôt que*

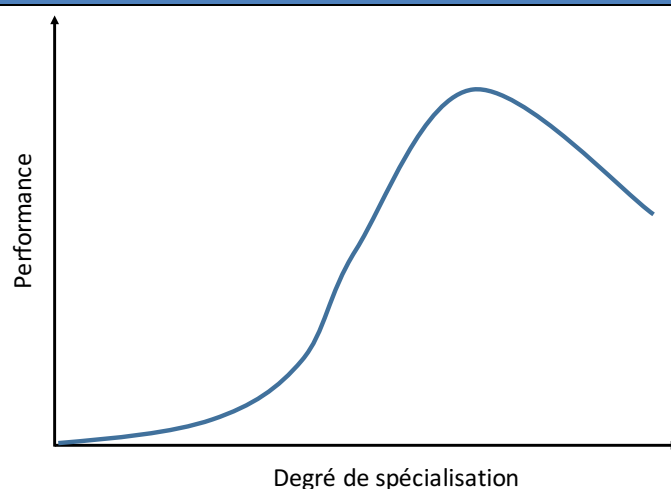
*d'aller à un conseil d'administration pour expliquer à un gars qui est super bon comment il doit gérer son business". Il considère qu'il s'agit d'un argument commercial car "la réalité c'est que tu arrives à faire de super returns sur des super beaux deals sans Operating Partner". Toutefois, X. Coirbay estime tout de même que dans certains cas les *Operating Partners* peuvent aider à créer de la valeur : ils peuvent s'occuper des problèmes "importants mais pas urgents", les problèmes urgents étant le rôle du management.*

1.1.1.3 Conclusion

Plusieurs points peuvent être conclus concernant la spécialisation.

La spécialisation améliore la performance des sociétés de portefeuille. Les réponses des intervenants semblent en ligne avec la littérature concernant les avantages de la spécialisation qui permet non seulement de mieux évaluer les risques et le potentiel de croissance, mais aussi de pouvoir gagner des deals plus facilement et d'être plus efficace post-investissement. Il y a dès lors une tendance de plus en plus forte du marché à se spécialiser, ce qui se traduit par le fait que toutes les sociétés d'investissement interviewées mettent en place une forme de conseil externe comme un substitut à la spécialisation. Il semblerait que ces conseillers externes soient devenus la norme et il paraît difficile d'avoir accès aux meilleurs deals sans eux. Il serait dès lors intéressant d'analyser le lien existant entre le degré de spécialisation et les rendements de ces sociétés ainsi que de les comparer aux rendements de vrais fonds spécialisés. Sur base de la littérature et des interviews, nous estimons que la relation entre le degré de spécialisation et la performance suit la courbe suivante :

Figure 13. Relation qualitative entre la performance et le degré de spécialisation



Ce graphe est basé sur les conclusions que nous tirons des interviews

Un peu de spécialisation ne confère que très peu d'avantages se traduisant par une performance médiocre. Plus la spécialisation augmente plus les avantages sont élevés jusqu'à atteindre un maximum. Au-delà de ce maximum, continuer à se spécialiser impacterait négativement la performance des sociétés de portefeuille, d'une part car le fonds serait le leader d'une niche et toute augmentation du degré de spécialisation générerait un coût trop important pour le gain de performance et d'autre part le fonds serait trop dépendant de facteurs externes tels que les conditions de marché, le nombre de sociétés rentrant dans le scope de sa spécialisation etc.

Le degré de la spécialisation est selon nous surtout influencé par la qualité des conseillers externes et dans une moindre mesure par leur nombre. Le but des fonds serait alors de trouver un juste équilibre entre le degré de spécialisation et son coût afin de se retrouver dans le haut de la courbe.

Toutefois, nous pensons qu'il s'agira plus d'un facteur d'exclusion plutôt que de différenciation, car nous estimons que dans le futur la spécialisation à un certain degré deviendra une norme.

Logiquement, les fonds spécialisés ont plus d'experts en interne. Avoir des experts en interne ne semble néanmoins pas être une option viable pour la majorité du

marché belge, qui est plutôt composé de fonds généralistes avec des équipes d'investissement assez petites.

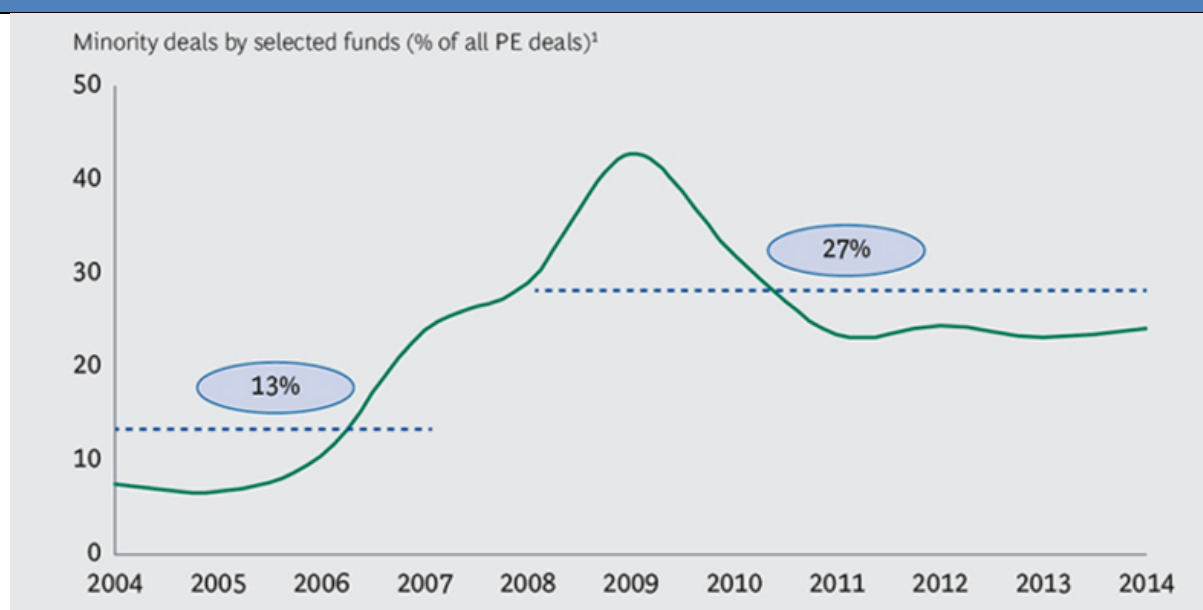
L'importance de l'effet marketing semble sous-estimée dans la littérature en tant que raison poussant les fonds à se spécialiser davantage. La mesure dans laquelle cet argument commercial est important restera une des questions ouvertes de ce mémoire.

1.1.2 Investissements minoritaires ou majoritaires

1.1.2.1 Littérature

Récemment, les transactions de minorité sont devenues de plus en plus courantes dans les transactions de fonds de PE. En effet, les placements minoritaires occupent désormais une place prépondérante dans les stratégies d'investissement de nombreux fonds de buyout qui ont pour cible le small et le mid cap (Schneider & Henrik, 2015). Le pourcentage de deals pour les sociétés de PE considérées étant minoritaires sont de 27% entre 2008 et 2014 contre 13% entre 2004 et 2007, comme illustré par la Figure 14.

Figure 14. Evolution du nombre de deals minoritaires entre 2004 et 2014 ; exprimé en % de tous les deals au cours de l'année



Source : Schneider & Henrik (2015)

Selon l'analyse du BCG de 90 participations minoritaires de 2004 à 2014, les trois principales motivations des vendeurs d'intérêts minoritaires sont le besoin de lever des capitaux, le désir d'expertise spécifique et le désir de crédibilité qu'un investisseur indépendant et professionnel peut apporter. Les raisons justifiant des investissements minoritaires des fonds PE, compte tenu de la limitation évidente due au manque de contrôle, sont :

- 1) La concurrence est souvent moins intense pour des participations minoritaires que pour les transactions majoritaires. De nombreux vendeurs recherchent plus que le capital seul, et les acheteurs peuvent donc se différencier par des facteurs autres que le prix. Parce que les vendeurs ne choisissent pas les acheteurs sur la base du seul prix, les entreprises de PE auront moins tendance à surpayer.
- 2) Qui plus est, les vendeurs ne veulent souvent pas faire connaître leur désir d'attirer un partenaire tiers et de vendre une participation minoritaire, craignant une publicité négative et des retombées pour les clients si la transaction échoue. Par conséquent, contrairement à la grande majorité des accords de contrôle, les accords de minorité ne sont généralement pas réalisés par le biais d'enchères formelles.
- 3) Près de la moitié des investissements analysés citaient le besoin de capital de croissance, ce qui suggère que les sociétés qui vendent des participations minoritaires ont souvent des perspectives de croissance intéressantes et des business plans d'expansion spécifiques.
- 4) Certains professionnels du PE affirment que les participations minoritaires sont moins susceptibles d'avoir des *hidden imperfections*, notant que la volonté de l'actionnaire majoritaire de conserver le contrôle et un intérêt économique significatif sont des indicateurs révélateurs de la confiance qu'il a dans les perspectives de l'entreprise.
- 5) Les acquisitions minoritaires sont également plus probables lorsque l'évaluation de la cible est particulièrement incertaine (Ouimet, 2012).
- 6) Les investissements minoritaires pourraient être attrayants pour les investisseurs privés, car ils ne sont généralement pas financés par de la dette et donc indépendants des turbulences des marchés financiers (Achleitner, Schraml, & Tappeiner, 2008).

Bien que les investissements minoritaires puissent être attrayantes pour les investisseurs et les vendeurs de capitaux propres, le manque de contrôle oblige les entreprises à ajuster leur approche standard. Elles doivent entre autres adopter une stratégie proactive et investir du temps pour établir des relations, mettre un veto en place et minutieusement préparer le désinvestissement avant même d'investir, car les objectifs et incentives des majoritaires peuvent être différents au moment de la sortie (Schneider & Henrik, 2015).

Morgan Stanley Alternative Investment Partners a analysé 215 de ses participations, comprenant des participations majoritaires et minoritaires. L'analyse a révélé une performance globale robuste tant pour les transactions majoritaires que pour les transactions minoritaires axées sur des entreprises matures. Cette conclusion est probablement biaisée, mais leurs conclusions concernant le différentiel de performance sont toutefois intéressantes. Le différentiel de performance observé a évolué au fil du temps. En particulier, pour les transactions conclues entre 2002 et 2007, les transactions majoritaires ont montré un écart médian approximatif de 30 à 50% en termes de MCI alors qu'il n'y avait pas de différence entre les performances des transactions majoritaires et minoritaires entre 2008 et 2013 (Schneider & Henrik, 2015).

Graham et Lefanowicz (1999) ont eux vérifié si les valeurs marchandes des participations majoritaires et minoritaires sont proportionnelles à leurs pourcentages de propriété. Les résultats des tests indiquent que les valeurs de l'actif net et du revenu net des filiales sont plus élevées pour les actionnaires majoritaires que pour les actionnaires minoritaires. Ceci pourrait s'expliquer en partie par la prime de contrôle des investissements majoritaires.

Bruining, Verwaal et Wright (2013) constatent que les rachats majoritaires augmentent considérablement le sens entrepreneurial du management. De plus, l'effet de levier financier accru a une incidence positive sur la gestion administrative pour des MBOs. Cependant, cet effet de levier financier élevé est plus important pour les rachats majoritaires. Ces résultats supportent l'idée que les entreprises de PE aident les entreprises à développer simultanément des pratiques de gestion

entrepreneuriale et administrative et que ceci est plus le cas pour des rachats majoritaires.

Battistin, Bortoluzzi, Buttignon, Serafini, et Vedovato (2017) constatent qu'au cours des trois années qui suivent les investissements en PE, les cibles atteignent une rentabilité plus élevée, des ventes plus élevées et ont plus d'employés que leurs homologues de contrôle, et ce d'autant plus pour des participations où le fonds est minoritaire. Ils montrent aussi que les sociétés de portefeuille affichent une rotation du management sensiblement plus élevée que les contrôles, et que les changements sont plus prononcés dans les investissements majoritaires. Ils constatent également que les fonds aident le plus les sociétés à améliorer leurs performances lorsqu'ils acquièrent une participation minoritaire dans des entreprises familiales ou, dans une moindre mesure, lorsqu'ils prennent une participation majoritaire dans des entreprises non familiales. Ces résultats suggèrent que, lorsqu'ils traitent avec des entreprises familiales, les PE sont particulièrement bénéfiques lorsqu'ils tendent à compléter plutôt qu'à remplacer le management en place.

La littérature comparant les performances des investissements majoritaires et minoritaires semble incapable de clairement désigner une stratégie d'investissement supérieure. Les deux stratégies ont leurs avantages et désavantages. La clé réside donc dans l'implémentation de la stratégie qui, pour être un succès doit être adaptée à l'expertise du fonds. Bon nombre de fonds semblent avoir des investissements majoritaires et minoritaires, ce qui peut avoir comme bénéfice de diversifier le portefeuille.

1.1.2.2 Avis des professionnels

Les intervenants ont souvent fait la distinction entre trois catégories d'investisseurs :

- 1) Le minoritaire passif dont l'investissement fait 5 à 10% de l'*equity value*. Il s'agit donc uniquement de choisir la société, avoir un *package* d'actionnaires minimaliste, et consistera essentiellement en un suivi des investissements.
- 2) Le minoritaire actif dont l'investissement est plus élevé. Le fonds sera souvent minoritaire derrière une famille ou un fondateur, et le rôle joué est beaucoup

plus important. Ce n'est pas le fonds qui décide, mais il aura une forte influence et pourra suggérer certaines actions à prendre ainsi que de questionner certains choix du management. Toutefois, si le CEO ou actionnaire majoritaire ne partage pas l'avis du fonds, le fonds devra se soumettre à la décision finale du CEO. L'intervenant 3 explique que les fonds minoritaires sont en général moins hands-on sur toutes les matières opérationnelles que les fonds de PE majoritaires, ce que la métaphore de l'intervenant 2 résume bien : *“être minoritaire actif, c'est être comme copilote : on ne touche pas les manettes et on essaie de donner des conseils au commandant de bord”*.

- 3) Le majoritaire actif qui prend des décisions incontestables à tout niveau et qui a l'autorité nécessaire pour remplacer le management s'il le considère nécessaire.

Bien qu'il y ait des avantages à être minoritaire passif, aucun de nos intervenants ne se trouvait dans cette catégorie. D'une part, car le manque de direction est trop limitant, être minoritaire derrière un autre fonds rend la valeur ajoutée quasi nulle : le fonds minoritaire ne sera pas à la manoeuvre et devra se conformer à la volonté du *lead sponsor*. D'autre part, comme le dit A. De Vos : *“du capital, il y en a en abondance, les fonds lèvent de l'argent à foison”*. Etant donné qu'il y a plus d'offre que de demande sur le marché belge et mondial, offrir du capital n'est pas un facteur différenciateur. Un fonds suivant une stratégie d'investissement passive aura du mal à investir dans des sociétés au fort potentiel de croissance et donc in fine à générer des rendements attrayants.

Tous les intervenants sont conscients des avantages offerts par la majorité. Cela instaure une certaine transparence dans les différentes relations. Le management sait que le fonds de PE est aux commandes et les investisseurs savent que les commandités sont responsables de la performance des entreprises de portefeuille. G. Samyn croit que ceci permet d'éviter, entre autres, des situations où un management sous-performant monte les investisseurs les uns contre les autres. Ceci permet également d'être au courant de tout ce qui se passe dans la société, car certains minoritaires trop agressifs pourraient se faire mettre de côté. Toutefois,

certaines fonds n'ont pas d'autre choix que d'être minoritaire, soit car ce sont des filiales de banques et elles doivent éviter d'avoir à consolider une entreprise dans laquelle elles ont investi (intervenants 5 et 6), soit car l'équipe d'investissement est trop petite. C'est probablement une des raisons expliquant pourquoi tant de fonds en Belgique sont minoritaires : être majoritaire requiert énormément de ressources et de compétences.

Les intervenants s'accordent aussi sur le fait que plus un fonds est important en tant que minoritaire, plus il doit prévoir dans le package d'actionnaires des droits, il ne doit pas seulement être représenté au conseil d'administration, mais doit aussi être présent aux comités stratégiques. Il n'est pas rare de voir des fonds minoritaires se comporter d'une manière aussi active vis à vis des sociétés de portefeuille que des fonds majoritaires (P. Demaerel). Grâce aux droits que les fonds minoritaires obtiennent, ils sont parfois devenus aussi incontournables que des majoritaires dans la gestion de la société. Il est donc crucial en tant qu'investisseur d'avoir un maximum de droits afin d'influencer les décisions importantes.

En général, les intervenants travaillant pour un fonds qui fait principalement des investissements majoritaires estiment que la performance du fonds est supérieure aux fonds minoritaires ou que l'impact sur l'entreprise est plus grand (intervenants 5 et 6, A. Delesenne, G. Samyn, A. De Vos ainsi que P. Demaerel). X. Coirbay estime lui aussi qu'en moyenne, les performances des fonds majoritaires sont supérieures à celles des fonds minoritaires. Il s'interroge cependant sur la partie de ce rendement supérieur qui est attribuable à l'effet de levier supérieur et quelle partie est effectivement attribuable à la capacité du majoritaire à engager des actions plus rapidement que quand on est minoritaire, c'est à dire à une gouvernance supérieure.

Pour l'intervenant 2, qui fait des investissements minoritaires et majoritaires, le fait d'être majoritaire et d'avoir une plus grande influence ne se traduit pas nécessairement par une performance augmentée. Un investissement minoritaire avec un management excellent peut générer des très bons rendements. Pour l'intervenant 3, il est également difficile de savoir si la performance de la société dépend du fait qu'on soit minoritaire ou majoritaire. Toutes les thèses d'investissement ne requièrent pas de transformations en profondeur ou une

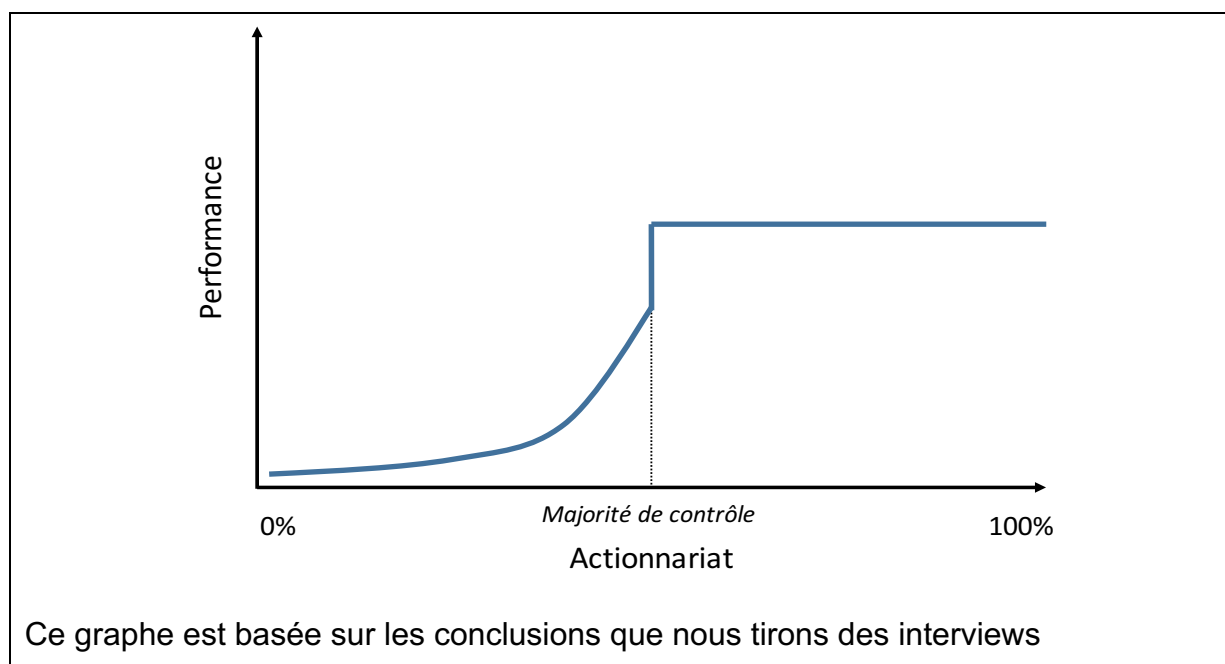
restructuration de la société, des cas pour lesquels être majoritaire est nécessaire. De plus, être minoritaire permet de faire plus d'investissements, car le suivi des participations prendra moins de temps aux analystes.

Maintenant, y a-t-il une différence dans la performance des sociétés si le fonds de PE est actionnaire à 60% ou 80% du capital? Rien n'est moins sûr. Un fonds de PE prêt à racheter 80% du capital démontre selon A. Delesenne une plus grande motivation et augmente sa crédibilité. Toutefois, d'un point de vue risque, la majorité à 50% + une action est probablement conseillée. Il faut également laisser un pourcentage du capital afin que le management puisse réinvestir et que la famille puisse rester actionnaire.

Conclusion

En résumé, les investissements minoritaires et majoritaires sont deux philosophies d'investissement différentes, chacune ayant ses avantages et désavantages. Afin de générer des rendements, les fonds doivent se structurer en accordance avec leur philosophie. Ce qui compte in fine, c'est une gouvernance efficace où les droits des actionnaires sont assez importants que pour pouvoir influencer la stratégie du fonds, et qui résulte en un potentiel d'amélioration de la performance. Ceci coule de source pour un investissement majoritaire, mais peut tout aussi bien être le cas pour un investissement minoritaire. Sur base de la littérature et des interviews nous estimons que la relation entre la part de capital dans la société et la performance suit la courbe suivante:

Figure 15. Relation qualitative entre la performance et la part de capital



La performance augmente exponentiellement en fonction de la part de capital jusqu'à atteindre la majorité de contrôle qui n'est pas nécessairement synonyme de majorité du capital, où un saut se produit. La performance n'augmentera plus significativement par après.

Il serait cependant intéressant d'étudier le lien entre le degré des droits de l'actionnaire avec la performance de la société, plutôt que de comparer les investissements minoritaires aux majoritaires, comme le fait la littérature actuelle. Ceci devrait se traduire par une relation plus linéaire jusqu'à atteindre un maximum, qui serait équivalent aux droits des majoritaires. Toutefois, bien que le fait d'être majoritaire offre un potentiel supérieur pour améliorer la performance d'une société de portefeuille, ceci ne semble pas se traduire automatiquement en une performance améliorée. Ce qui compte, c'est le temps investi dans la compréhension des besoins des sociétés en portefeuille, ainsi que de bien avoir sélectionné le bon management et la bonne cible. Il y a dès lors un *trade-off* à faire entre le temps investi à améliorer les sociétés de portefeuille et le temps à investir dans le *sourcing* de nouveaux deals. Finalement, les performances les plus élevées semblent venir de deals où il y a une symbiose entre le management et le fonds de PE. Même si les conclusions des avis des professionnels semblent mettre en avant un potentiel plus élevé des investissements majoritaires, elles rejoignent dans les grandes lignes celles de la littérature, en ce sens où les deux philosophies peuvent mener à une amélioration

des performances des sociétés de portefeuille et que la clé réside dans l'implémentation de la philosophie d'investissement. Il est néanmoins bon de noter que la majorité des fonds interviewés font surtout des investissements majoritaires, bien que nous pensons que ceci n'ait pas d'influence sur la conclusion de nos interviews.

1.1.3 Taille du ticket

1.1.3.1 Littérature

Une analyse de Achleitner, Lichtner, et Diller (2009) révèle que pour les 241 sociétés analysées, les sociétés dont la valeur d'entreprise dépasse les 100 millions d'euros ont un effet de levier qui explique 12% de plus du rendement que pour les entreprises ne dépassant pas les 100 millions d'euros. De plus, la croissance de l'EBITDA a été beaucoup plus soutenue (+ 27%) par l'amélioration de la marge par rapport aux transactions de plus petites tailles. Par conséquent, l'étude réfute la perception générale selon laquelle le PE crée de la valeur pour les petites entreprises principalement au moyen de gains d'efficacité.

Dans une étude ultérieure, l'échantillon de Achleitner et al. (2010) contient un nombre à peu près égal de transactions avec des valeurs d'entreprise inférieures et supérieures à 100 millions d'euros (98 contre 108). En regardant les médianes du MCI, ils trouvent que les plus grandes transactions ont nettement plus de succès (1.33 contre 2.13). En revanche, les MCI sans levier ne sont pas significativement différents, avec une moyenne plus élevée (1.88 contre 1.52) mais une médiane plus basse (0.99 contre 1.25) pour les plus petits deals. Par conséquent, les auteurs concluent que les transactions plus importantes ont plus de succès en raison de l'effet de levier qui est significativement plus élevé. Cela va dans le sens des arguments selon lesquels les grandes entreprises ont une capacité de prêt plus élevée car elles sont moins risquées (Nikoskelainen & Wright, 2007) et moins exposées aux asymétries d'informations (Chan, Chen, & Hsieh, 1985). De plus, les auteurs estiment que les commandités les plus importants sont plus réputés, ce qui entraîne de meilleures conditions de crédit et un effet de levier plus important en accordance avec l'étude de Demiroglu et James (2010). Si l'on se penche sur la croissance de l'EBITDA et ses facteurs déterminants, il semble que les plus petites

transactions atteignent principalement la croissance de l'EBITDA via une croissance des revenus, tandis que pour les grandes entreprises, l'amélioration de la marge joue un rôle plus important. Cela semble intuitif si l'on suppose un potentiel de croissance plus élevé des petites entreprises et une plus grande importance des activités de restructuration et de réduction des coûts pour les grandes entreprises.

De plus, les acheteurs professionnels ont appris, dans de nombreux cas à leur dépens, que les chances de réussite d'un rachat augmentent considérablement lorsque le ticket d'entrée est plus petit (Generational Equity, 2018). Il est plus facile de régler des problèmes après la transaction d'une entreprise de 20 millions d'euros que d'une entreprise de 200 millions, voire de 2 milliards d'euros.

Très peu d'études académiques analysent le lien entre la taille de l'investissement et la performance de la société, ou encore le rendement généré par le *small*, le *mid* et le *large cap*. Sur base des études trouvées, il semblerait que les rachats avec un ticket d'entrée plus élevé génèrent un rendement plus élevé, grâce à l'effet de levier et au fait qu'une plus grande partie du rendement vient de l'amélioration des marges. Ceci serait une compensation pour le risque d'échec du rachat plus élevé. De plus, une plus grande partie du rendement des plus petites entreprises est expliquée par la croissance des revenus en comparaison avec les plus grandes entreprises qui voient une plus grande partie de leur rendement expliquée par l'amélioration des marges.

1.1.3.2 Avis des experts

Deux grands points ressortent des interviews.

Premièrement, il est rare d'avoir une grande dispersion dans les tickets d'entrée d'un fonds. Un fonds de PE classique a des règles de diversification (intervenant 1). Chaque fonds a une stratégie très claire, énoncée au marché, qui est cristallisée par un mandat de gestion contractuel. Afin de pouvoir diversifier leur risque, les investisseurs institutionnels veulent clairement savoir quelle stratégie d'investissement un fonds adopte, par exemple des investissements majoritaires, dans du mid cap entre 50 et 75 millions d'euros. L'intervenant 1 explique que : *“Comme la dispersion du tunnel dans lequel tu as le droit d'investir n'est pas très*

grande, les tickets seront tous plus ou moins équivalents.” De plus, la structure du fonds et sa manière de travailler vont s'adapter à la taille des investissements. P. Demaerel croit que les compétences nécessaires pour faire de bons deals de 5 millions d'euros sont différentes de celles nécessaires pour les deals qui ont un ticket de 100 millions d'euros ou plus. Il faut dès lors être prudent lorsqu'un gestionnaire de fonds veut lancer un fonds qui sort des tickets d'entrée dans lesquels il a l'habitude d'investir, car ses compétences ne sont pas nécessairement transposables. Quoiqu'il en soit, tout fonds a un comité d'investissement composé de représentants des investisseurs, qui interdira les investissements ne répondant pas aux critères. Toutefois, certaines sociétés ne sont pas aussi limitées de par leurs structures et ont dès lors la possibilité de diversifier leurs risques au travers de différents tickets. En général, selon l'intervenant 4, les petits investissements sont souvent moins risqués, offrent un return moins élevé et ont un multiple moins élevé.

Deuxièmement, très peu d'intervenants ont une idée précise de la corrélation entre la performance des investissements et leur ticket d'entrée. Seul G. Samyn et A. Delesenne estiment que la corrélation est insignifiante. Pour le temps passé avant le rachat, les intervenants sont assez unanimes : le travail à faire est le même et ne peut être compressé, quel que soit le ticket d'entrée. Toutefois, P. Demaerel pense que pour des investissements de taille moins importante, la *due diligence* ne sera pas forcément exécutée avec la même profondeur et sera probablement exécutée par une boutique moins importante, qui intrinsèquement fait la même chose mais à un prix différent. En ce qui concerne le temps investi post-rachat dans chacune des participations, les opinions divergent légèrement. Post-rachat, le temps qu'il faut consacrer en tant qu'investisseur varie bien entendu fortement d'une société à l'autre et dépendra du cas par cas. Toutefois, certains intervenants estiment qu'ils passent plus de temps sur les plus grosses participations alors que d'autres estiment qu'ils passent autant de temps sur chacune de leurs sociétés. Certains ne font pas de distinction, et investissent la même quantité d'énergie avec la même ambition : réaliser de la croissance et de la création de valeur (intervenants 3, 4, 5 et 6, A. De Vos, P. Demaerel, et G. Samyn). Une des explications est que dans un plus gros ticket, l'équipe de management sera plus performante (A. Delesenne et G. Samyn) parce que le fonds peut se permettre de mieux la payer. Il y aura dès lors moins de problèmes à régler et les analystes pourraient au final même passer plus de temps

sur de petits investissements. Ceci est également fait dans un souci de réputation, ne pas aider une société peut impacter la capacité future d'un fonds à clôturer des deals. Le contre argument est bien évidemment l'argument économique (intervenants 1 et 2, travaillant tous deux pour un fonds avec une grande dispersion dans leurs tickets, et X. Coirbay) : en termes absolus, faire croître un investissement de 10 millions d'euros d'1% n'a pas le même impact sur le rendement d'un fonds que de faire croître un investissement de 100 millions d'euros d'1%. De plus, les gestionnaires ont tendance à mettre leurs meilleurs éléments sur les plus gros dossiers (X. Coirbay). Il vaut en effet mieux prendre une très bonne décision pour la grosse entreprise de portefeuille que prendre une très bonne décision sur la plus petite (intervenant 2). Du coup, les sociétés plus petites seront peut-être moins remises en question. Toutefois, même si aucun des intervenants ne l'a confirmé explicitement, ceci devrait mener à une performance supérieure des plus gros tickets d'investissement.

Conclusion

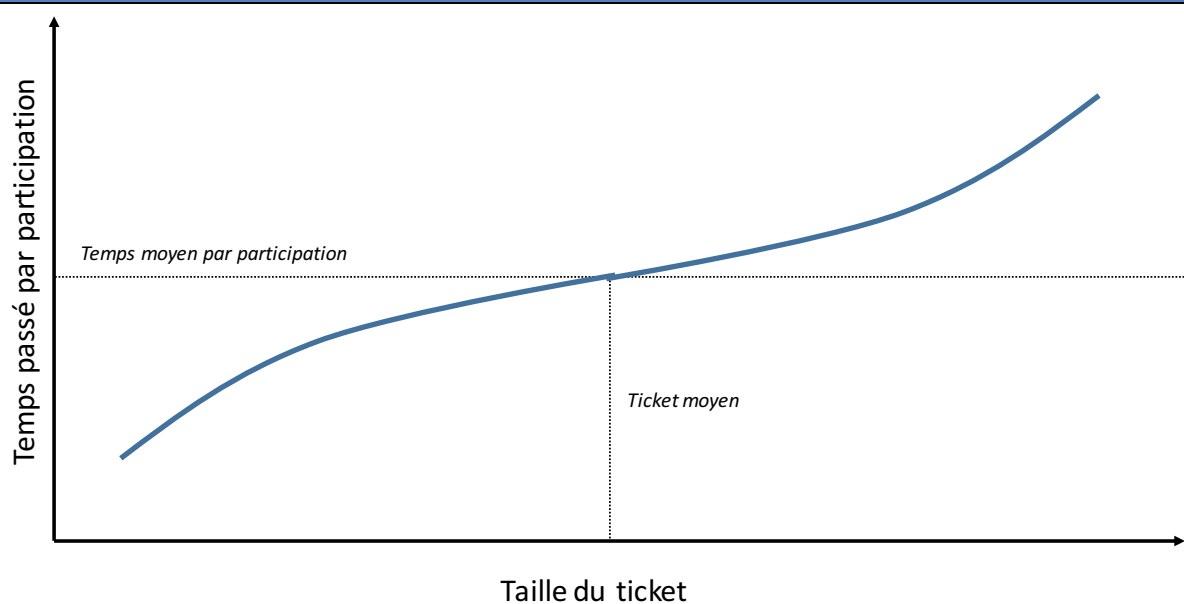
La littérature et la pratique semblent légèrement contradictoires. Alors que la littérature prédit une meilleure performance des plus gros investissements, la majorité des intervenants n'est pas en mesure de l'affirmer. Trois raisons peuvent expliquer ceci :

- 1) Une minorité des intervenants pense passer plus de temps sur les plus gros tickets. L'impact de cette décision pourrait en moyenne expliquer pourquoi la performance des plus gros tickets est supérieure. Il est intéressant de noter que les intervenants estimant passer proportionnellement plus de temps sur les plus gros tickets travaillent dans un fonds qui a une grande dispersion dans ses tickets. Quoi qu'il en soit, il faudrait un échantillon d'interviewés plus étendu pour pouvoir supporter cette explication.
- 2) Les tickets assez similaires dans certains fonds ne permettent pas de faire une grosse distinction entre les investissements et le temps passé à améliorer certaines sociétés plutôt que d'autres. Toutefois, aucun des intervenants n'a avancé l'argument de la dette supérieure qu'une entreprise plus grosse peut contracter.

- 3) Les intervenants ne comparent probablement pas les sociétés sur base de leur taille après leurs désinvestissements, et n'ont donc pas d'idée précise de la relation taille - performance.

Sur base des avis des intervenants nous pensons que la relation entre le temps passé (qui influencera la performance) et la taille du ticket peut être visualisée ainsi :

Figure 16. Relation qualitative entre le temps passé par participation et la taille du ticket



Ce graphe est basé sur les conclusions que nous tirons des interviews

L'aire sous la courbe représente 100% du temps de tous les fonds. En moyenne, les plus petits investissements seront en deçà du temps moyen accordé à chaque deal, et plus le ticket est grand, plus le temps lui étant consacré est important.

Pour la majorité des intervenants, le temps alloué à une société se fait au cas par cas et dépend surtout du cycle économique de la société. Etant donné qu'une société va rarement croître de manière linéaire chaque année (A. De Vos), les fonds devront aider les sociétés qui ont crû énormément et atteint un seuil critique à consolider certaines bases afin qu'elles puissent continuer à croître de manière autonome. Pour la majorité des intervenants, le temps alloué, et par conséquent la

performance supérieure, ne dépend donc pas de la taille de l'investissement. La réputation du fonds, qui ne veut pas paraître comme un actionnaire exclusivement attiré par l'aspect économique d'un deal, est également un facteur important pouvant expliquer cette décision.

1.1.4 Longueur d'investissement

1.1.4.1 Littérature

Selon l'étude de Wright , Thompson, Robbie, et Wong (1995), les principaux facteurs influençant la longévité des rachats sont la taille de la transaction et, dans une moindre mesure, les variables de contrôle institutionnel, en particulier la représentation au conseil et les exigences de reporting régulier, ainsi que le nombre de membres dans l'équipe de rachat. Bien qu'il y ait un niveau élevé de changement de statut de propriété à relativement court terme, de nombreux rachats restent en portefeuille pendant de longues périodes. Ainsi, en général, l'analyse présentée dans cet article suggère que considérer les rachats comme des formes d'organisation à long terme ou à court terme est plutôt simpliste. Dans l'ensemble, les résultats de l'étude suggèrent que, pour examiner la longévité des rachats, il faut tenir compte de la variété des formes hétérogènes que les sociétés d'investissement peuvent prendre et des divers facteurs qui peuvent influencer la longévité des rachats.

Hull (2012) affirme que le risque de défaut annuel d'un investissement diminue, plus la période de détention est longue. Cela pousse Zwellegger (2007) à croire que le coût du capital correspondant des entreprises ayant des horizons à long terme (par exemple, les entreprises familiales) peut également être inférieur. Ceci indiquerait que les rendements d'investissements à long terme, et donc la performance des entreprises, peuvent également être inférieurs. Toutefois, nous ne sommes pas au courant d'une étude analysant la relation entre les performances des sociétés en portefeuille et la longueur d'investissement. Pourtant, le choix de la période de détention optimale est une partie importante des décisions d'investissement car la décision d'acheter dépend des perspectives de ventes. Nous comparons donc l'avis des professionnels entre eux

1.1.4.2 Avis des professionnels

L'avis des professionnels est le plus facilement synthétisable en fonction de la longueur de l'investissement.

Très court terme (plus ou moins 4 ans et moins)

Les investissements à très court terme sont des sociétés aux performances excellentes dont les gestionnaires veulent réaliser leurs gains en capital (Intervenants 1 et 4, et P. Demaerel). Ces investissements atteignent les TRI les plus élevés car *“pour un MCI identique, plus courte est la période, meilleur est ton TRI”* (A. Delesenne). De plus, une fois que l'objectif de performance est atteint, il est possible selon les intervenants 5 et 6 que le management s'attende à une vente de l'entreprise et à toucher leurs gains afin de pouvoir répéter la même démarche avec un autre investisseur.

Court terme (entre 4 et 6 ans)

Les désinvestissements à court terme sont souvent des entreprises ayant réalisés leur plan stratégique et dont la période de détention est celle qui avait initialement été prévue. Lors de la revente, il y a un équilibre à avoir atteint car, comme l'explique l'intervenant 2, lorsque des investisseurs achètent une société *“ils n'achètent pas la performance passée, ils achètent les perspectives futures”*. Le fonds doit donc avoir créé un maximum de valeur en quelques années, mais laisser encore un potentiel de croissance future intéressant. Il n'est dès lors pas étonnant que la plupart des fonds *closed-end* investissent essentiellement dans des participations majoritaires afin de pouvoir bénéficier pleinement du modèle de gouvernance et d'être ainsi en mesure de rapidement avoir un impact sur la société en portefeuille (P. Demaerel). Bien que la création de valeur ne s'arrête pas après 4 ou 5 ans dans une société qui est bien gérée dans un secteur porteur (P. Demaerel), le fonds *closed-end* ne va pas rester investi plus longtemps pour faire des rendements plus intéressants, d'une part car il est contraint par une obligation contractuelle, et d'autre part car la rotation des actifs favorise le TRI et les *carried interests* (A. Delesenne).

Moyen terme (entre 7 et 8 ans)

Pour des fonds de PE *closed-end*, des désinvestissements à moyen terme sont souvent synonymes de performances médiocres car quand un investissement n'est pas aussi profitable qu'espéré, les fonds vont retarder la sortie pour essayer de corriger les erreurs afin de malgré tout créer un peu de valeur. Il y a très peu de

mauvais deals qui se passent très vite (W. de Limburg). De plus, la performance peut également baisser plus l'investissement est long car i) le management devient moins motivé et a moins d'incentives et ii) l'équipe d'investissement peut ne plus être la plus adéquate pour améliorer la performance comme la société arrive à un stade nécessitant des compétences que le fonds initial ne possède pas. Finalement, selon W. de Limburg, *“il n'y a rien de pire que d'être forcé de vendre une société”*. Acheter une entreprise sans le savoir dans un haut cycle économique et devoir la vendre après quelques années décevantes, est catastrophique (intervenant 2). *“Une société qui a une flexibilité pourra s'en sortir mieux, toutes choses étant égales par ailleurs, qu'une société qui a une détention déterminée et dans un contexte où le marché est challengé”* (intervenant 2). Bien que les contraintes de temps aient un impact positif grâce aux incentives du management, elles peuvent se retourner contre le fonds de PE.

Long terme (de 8 à 12 ans)

Les investissements à long terme peuvent être très profitables et génèrent des MCIs très élevés. Ils permettent de garder en portefeuille une société profitable dont la performance croît, tout en réduisant les risques et les coûts nécessaires au sourcing de nouveaux deals qui sont élevés (A. Delesenne). Comme l'illustre l'intervenant 1 :

Un marché peut faire 15% de return, si notre boîte en portefeuille qu'on a depuis cinq ans continue à nous délivrer 15% de return, on préfère faire les 15% sur la boîte qu'on a en portefeuille. Notre risque moyen en comparaison est plus faible : on maîtrise le marché, on connaît le management etc. Sinon c'est le saut dans l'inconnu.

De plus, certains intervenants pensent qu'il y a une vraie valeur ajoutée à être patient et à accompagner les entreprises (intervenants 1, 2 et 3, A. Delesenne, X. Coirbay, et P. Demaerel). Sélectionner des sociétés pour lesquelles un capital patient est bénéfique est notamment un des critères d'investissement de Core Equity Holdings. Il y a plusieurs avantages d'avoir un capital patient, pouvant se traduire par une performance améliorée des sociétés de portefeuille :

- Selon l'intervenant 1, *“on se projette toujours dans l'analyse des dossiers qu'on regarde en se disant : est-ce que cette société est suffisamment attractive pour que l'on puisse rester investi 10 ans ?”*, ce qui permet de sélectionner de bonnes entreprises.
- Si un problème survient, *“un fonds classique va très vite être mis sous pression, alors que nous allons pouvoir approcher les choses plus sereinement”* (intervenant 1).
- Les fonds long terme n'ont pas la nécessité de vendre, ce qui leur permet de mieux se prémunir de certains risques (intervenant 1) ainsi que d'offrir une flexibilité lors de la sortie (W. de Limburg). Ceci permet de choisir un moment opportun afin, entre autres, de profiter des cycles économiques pour vendre à un moment de liquidité dans les marchés élevés.
- Certains CEOs de sociétés performantes se font déranger tous les 3 ans, à force de se faire racheter. Un modèle long terme permet d'être un facteur différenciateur pour ce type de management (intervenant 1).
- *“Quand les sociétés veulent croître, elles investissent énormément, ce qui impacte négativement tes marges”* (A. De Vos). Ceci n'est pas compatible avec une perspective de vente imminente. De plus, dans certaines industries ou pour certaines sociétés, des décisions stratégiques et qui sont cruciales pour la performance de société sur le long terme doivent être prises avec un horizon d'au moins 10 ans (intervenant 3). Ce sont des décisions qu'un fond closed-end prendra rarement.
- X. Coirbay estime que la création de valeur sur le long terme est meilleure s'il n'y a pas trop de rotations au niveau de l'*ownership*. Le changement d'*ownership* est une distraction pour le management et se traduit presque toujours par un tout petit affaiblissement des performances de la société quand il y a un changement d'actionnaires. *“La stabilité est bonne pour la performance de la société”*.

Un désavantage d'investir sur le long terme évoqué par X. Coirbay est la diminution de l'efficacité du modèle de gouvernance, car il n'y a plus autant la pression du temps. C'est pourquoi, même s'il n'y a pas de changement d'actionnariat, le fonds

doit s'assurer que le management ait assez d'incentives afin de maintenir une pression sur la performance.

Très long terme (plus de 12 ans)

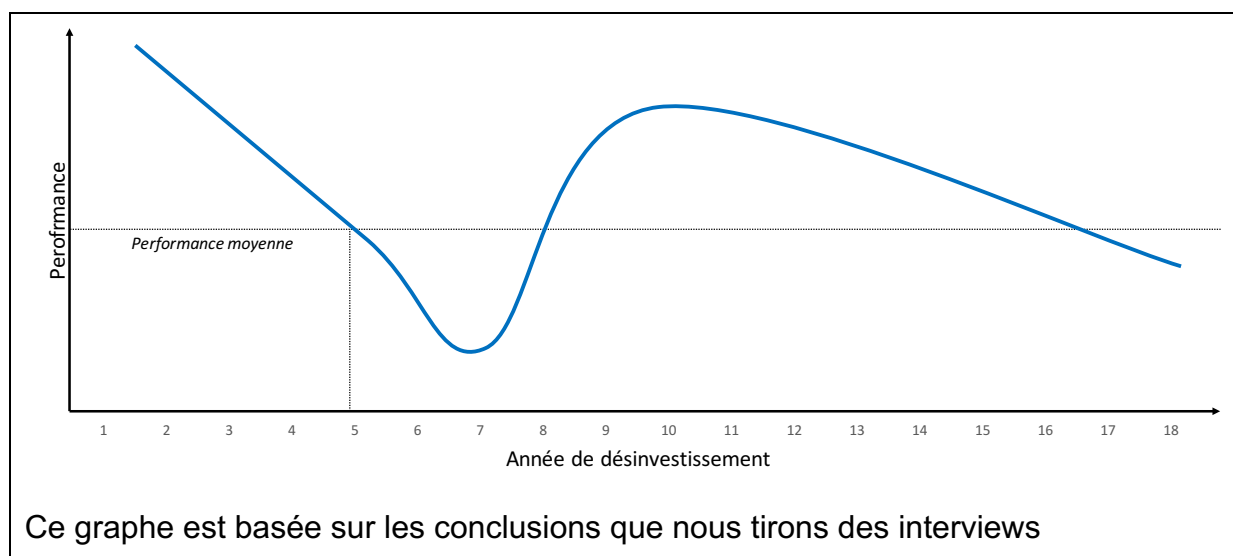
Bien que plus l'investissement est long, plus le MCI est élevé, inévitablement il y a un moment où avec le temps les returns baissent (intervenant 1). Le danger de garder trop longtemps une société en portefeuille, c'est d'en extraire trop de valeur. Selon X. Coirbay il vaut toujours mieux vendre des perspectives de croissance suffisantes, sinon le multiple de valorisation s'ajuste trop fort à la baisse. De plus, les gestionnaires de PE risquent de tomber dans une routine, laissant le management trop peu challengé. A un moment donné, un fonds ne peut plus rien apporter en tant qu'investisseur. Comme G. Samyn le résume : *“le très long terme est très difficile”*.

Conclusions

Plusieurs points peuvent être conclus de l'analyse de la performance en fonction de la longueur de la période de détention :

- En ligne avec la littérature, une période de détention plus longue semblerait indiquer un investissement moins risqué.
- Une faible volatilité des rendements des fonds *closed-end* semblerait indiquer des périodes de détentions proches de ce qui est initialement prévu.
- Des coûts de transaction et une illiquidité élevés entraînent des périodes de détention plus longues.
- Bien qu'il ne semble pas y avoir de corrélation entre la longueur de détention et la performance d'un investissement, la tendance suivante a pu être identifiée, avec les performances les plus élevées à très court terme et long terme et les plus basses à moyen terme :

Figure 17. Relation qualitative entre la performance et la durée de détention



- La flexibilité sur la durée et une prise de décision sauvegardant le potentiel de croissance de l'entreprise sont deux facteurs déterminants dans le succès d'une opération.

Une étude formelle serait toutefois nécessaire afin de pouvoir confirmer nos conclusions.

1.2 Persistance

Afin de clôturer notre mémoire, nous nous posons la question de savoir si l'amélioration de la performance persiste après le désinvestissement des sociétés. Certaines études ont examiné les changements après la transition d'une entreprise du secteur privé au secteur public en comparant des entreprises qui sont entrées en Bourse après avoir été détenues par un fonds de PE (un *reverse LBO*) à des OPI qui n'avaient pas de fonds de PE en tant qu'actionnaire. Nous considérons que ceci est un bon indicateur des effets sur la persistance de la performance car il s'agit d'une des formes de désinvestissement.

1.2.1 Littérature

L'échantillon de Cao et Lerner (2007) consiste en 496 *reverse LBOs* entre 1981 et 2002. Selon l'étude, 8% de toutes les OPI américaines durant cette période étaient des LBO inversés. Une première constatation est qu'en moyenne, les *reverse LBOs* laissent moins de possibilités d'arbitrage, car leur degré de sous-évaluation mesuré par les rendements de l'OPI les premiers jours n'était que de 15% comparé à 33% pour des OPI non soutenues par des sociétés de PE. De plus, les rendements à plus long terme, basés sur une stratégie d'investissement *buy-and-hold* allant de 1 à 5 ans, sont significativement plus élevés pour les *reverse LBOs* que pour les autres OPI. Un investissement de 3 ans dans un *reverse LBO* moyen génère un rendement supérieur de 10% à un investissement comparable de 3 ans dans l'indice S&P500, tandis qu'un investissement de 3 ans dans des OPI non soutenues par un fonds de PE génère un rendement inférieur de 15% à celui de l'indice S&P500. Cette étude suggère que les *reverse LBOs* génèrent non seulement des rendements plus élevés pour les investisseurs de LBO que le buyout moyen, mais aussi qu'ils créent également de la valeur pour les investisseurs OPI à long terme. Cette constatation importante est insensible aux différentes hypothèses concernant les modèles de risque-rendement et a été observée pour des transactions effectuées dans les années 1980, 1990 et 2000.

L'analyse de Von Drathen et Faleiro (2007) de 128 *reverse LBOs* et 121 OPI non soutenues par un fonds de PE entre 1990 et 2006 au Royaume-Uni suggère que les introductions en Bourse soutenues par des LBO ont battu le marché boursier et surperformé les introductions en Bourse non soutenues par les LBO. Les moyennes des rendements ajustés au risque sont supérieures au cours des cinq premières années post-OPI. Même en comparant à des OPI appariés en fonction de la taille et de la valeur, les *reverse LBOs* surclassent les introductions en Bourse non soutenues par des fonds LBO. De plus, la performance supérieure des *reverse LBOs* ne se limite pas à une période unique au cours de neuf des quinze années de l'étude, l'échantillon a battu le marché trois ans après l'introduction en Bourse. Les auteurs trouvent toutefois des preuves qu'au fil du temps il y a une détérioration des rendements des actions des *reverse LBOs*. Les trois principaux déterminants de la performance des *reverse LBOs* sont la participation post-OPI détenue par le fonds

de PE, la taille des actifs sous gestion et la période de détention entre LBO et OPI. Ceci suggère qu'une société de PE détenant une entreprise plus longtemps a le temps de faire des changements qui auront des effets à plus long terme.

Levis (2011) analyse des *reverse LBOs* du London Stock Exchange entre 1992 et 2005. Ses données indiquent que les *reverse LBOs* sont des sociétés plus importantes en termes de ventes et d'actifs, plus rentables et relativement modestes quant à leur rendement le premier jour de leur introduction en Bourse. Toutefois, au cours des trois années qui ont suivi l'introduction en Bourse, elles affichent une meilleure performance opérationnelle et de marché par rapport aux autres introductions en Bourse et au marché dans son ensemble.

Pour conclure, il semblerait donc que l'amélioration des performances persiste durant les premières années après le désinvestissement, mais qu'elle diminue au fur et à mesure pour au final tendre vers la moyenne du marché.

1.2.2 Avis des professionnels

Il ressort des interviews que très peu d'intervenants ont une idée précise de ce qui se passe avec la performance des entreprises après leur désinvestissement. Comme il s'agit d'entreprises privées, à moins qu'il y ait une OPI, les articles de presse sont les seuls moyens d'obtenir des informations. Toutefois, il se peut que l'équipe d'investissement garde contact avec un management compétent. Quoi qu'il en soit, la performance après le désinvestissement est cruciale car elle impacte énormément la réputation d'un fonds de PE (intervenants 2, 5 et 6, G. Samyn, et X. Coirbay). Pour G. Samyn, il s'agit "*du seul vrai juge ou arbitre*". Si l'entreprise rachetée s'effondre, personne ne voudra racheter de sociétés au vendeur. De plus, il se peut qu'une partie du prix de vente dépende de cette dépendance post-désinvestissement (intervenant 4). Tous espèrent naturellement que grâce à la conception et à la mise en œuvre de la stratégie commune avec le management, la société soit toujours bien positionnée sur son marché et offre des perspectives de croissance intéressantes au moment de la sortie. Il n'y a dès lors pas de raisons que l'équipe de management, dans la continuation de cette même stratégie, ne connaisse pas le succès (W. de Limburg). Il est cependant difficile d'estimer dans quelle mesure cette

surperformance, si surperformance il y a, est attribuable au fonds de PE vendeur, au vu des nombreux facteurs influençant la performance d'une entreprise.

Ce qu'il faut retenir de ce chapitre

Ce chapitre avait pour but de déterminer l'impact de quatre caractéristiques fondamentales de fonds sur la performance des sociétés de portefeuille : la spécialisation, des investissements minoritaires ou majoritaires, le ticket d'entrée et la longueur de la période de détention.

La spécialisation aide à améliorer la performance tant des sociétés de portefeuille que des fonds. Ceci se traduit par une tendance des commandités à faire appel à une ou plusieurs formes externes de conseil lors des phases de pré- et post-rachat. Outre les avantages conférés par la spécialisation, tels que de mieux évaluer les risques et le potentiel de croissance, l'effet marketing n'est certainement pas étranger à cette tendance. Dès lors, nous estimons que l'appel à des experts d'une manière quelconque sera un facteur d'inclusion dans les enchères d'un deal plutôt que de différenciation dans le futur.

Ce qui compte afin d'améliorer la performance sont les droits des actionnaires : plus il y a de droits, plus grand sera le potentiel d'améliorer la performance. Être majoritaire confère évidemment les pleins pouvoirs, mais certaines grosses participations minoritaires arrivent aux mêmes résultats. Toutefois, ce qui compte *in fine*, c'est le temps investi par l'équipe et la symbiose avec le management.

En moyenne, il semblerait que les tickets plus gros aient une performance supérieure. La littérature attribue ceci essentiellement à une plus grande capacité d'endettement de la part des plus grosses entreprises, alors que sur base des interviews, nous estimons qu'il s'agisse du temps consacré à chaque participation. La majorité des intervenants affirme passer autant de temps sur chaque investissement et ne pense pas qu'il y ait de corrélation entre le ticket et la performance. Toutefois, nous pensons que l'impact de la minorité des intervenants passant plus de temps sur les plus gros tickets explique, en moyenne, que les plus

gros tickets ont une performance supérieure.

Il ne semble également pas y avoir de corrélation entre la longueur de la période d'investissement et la performance des sociétés de portefeuille. Toutefois, les investissements les plus profitables semblent être ceux désinvestis très rapidement et ceux qui ont subi une grande transformation pour être désinvestis après le succès de cette opération à long terme. Les performances les plus basses sont celles de deals de fonds *closed-end* qui sont désinvestis après 6 à 8 ans, car il s'agit généralement de sociétés ayant des difficultés à délivrer le business plan. Les gestionnaires allongent donc la période de détention dans un effort ultime de créer tant bien que mal un peu de valeur.

Pour conclure notre mémoire, nous avons examiné la persistance de la performance après le désinvestissement. La performance reste supérieure les premières années après une introduction en Bourse. Les intervenants pensent également qu'il n'y a pas de raisons que le contraire se passe, étant donné que le *business plan* se fait communément avec le management et dans l'intérêt de préserver le potentiel de croissance de la société.

CONCLUSION, LIMITES ET MATIÈRE À RÉFLEXION

Conclusion

Le but de ce mémoire est de déterminer l'impact des fonds de Private Equity sur les sociétés dans lesquelles ils investissent en comparant la littérature aux avis d'une douzaine de professionnels du monde du PE belge. Notre conclusion est que :

Le Private Equity a un impact positif sur les sociétés dans lesquelles il investit. Non seulement, le Private Equity améliore les performances des entreprises en portefeuille, mais il leur permet surtout de surperformer leurs pairs en i) instaurant un modèle de gouvernance qui aligne les intérêts des investisseurs et du management, en mettant en place un suivi régulier et critique de la société et en favorisant la création de valeur à long terme, et en ii) faisant bénéficier les entreprises en portefeuille de son expertise, surtout en termes de M&A.

Pour arriver à cette conclusion, nous avons d'abord analysé les rendements des fonds de PE. Les mesures de rendements utilisées par les fonds (MCI et TRI) ne permettant pas d'en déterminer les origines, nous nous sommes concentrés sur la méthode de décomposition des rendements la plus répandue : le *value bridge*. Cette méthode identifie trois sources de rendement : une augmentation de l'EBITDA, l'évolution du multiple de valorisation utilisé et le *deleveraging*. Tant la littérature que les intervenants s'accordent à dire que l'augmentation de l'EBITDA est la composante la plus importante pour expliquer le rendement et qu'elle est largement attribuable aux actions de fonds de PE. Toutefois, nous remarquons que les intervenants attribuent une part plus importante de la croissance de l'EBITDA dans le rendement (40 à 50%) que la littérature (30 à 40%), ce que nous attribuons à la qualité de nos intervenants.

Nous avons alors émis les deux hypothèses suivantes : i) les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille au cours de la période de détention, et ii) les fonds de PE améliorent la performance des entreprises de leur portefeuille plus que celle des entreprises comparables au cours de la période de détention.

La première hypothèse est largement vérifiée, tant dans la littérature que par les intervenants. L'amélioration des performances se traduit principalement par de meilleures marges opérationnelles, une productivité optimisée et de meilleurs niveaux de cash flows. Une étude démontre cependant que les performances diminuent après le rachat par un fonds de PE mais qu'elles restent supérieures à l'industrie, ce qui suggère que les fonds de PE ont la capacité de faire du *stock-picking* et de choisir les meilleures entreprises lors de leurs décisions d'investissement.

La littérature qui compare les performances des entreprises détenues par un fonds de PE à celles de pairs démontre qu'en général, les croissances des revenus et de la profitabilité opérationnelle des entreprises en portefeuille sont supérieures à celles de leurs pairs. Bien que les intervenants partagent cet avis, nous restons prudents quant aux conclusions que nous pouvons en tirer, car nous imaginons difficilement un des intervenants répondre par la négative à notre deuxième hypothèse. Toutefois, la majorité des intervenants soutient que leur contribution, tant par l'instauration d'un modèle de gouvernance supérieur que par le partage de leur expertise en M&A, permet aux entreprises de se démarquer par rapport à leurs pairs.

Sur la base de nos conclusions à propos de nos deux hypothèses, nous sommes convaincus que le *business model* du Private Equity a fondamentalement le potentiel d'être bénéfique, tant aux investisseurs qu'aux sociétés de portefeuille. Les sociétés de PE *top tier* nous semblent user à bon escient des avantages offerts par ce *business model*. Malheureusement, comme pour toute bonne chose, certaines personnes mal intentionnées peuvent en abuser. Il est regrettable que leurs actions entachent la réputation de ce *business model*. Toutefois, nous croyons que sur le long terme il n'est pas possible de systématiquement abuser du système car, comme l'ont souligné certains intervenants : la réputation est clé dans le Private Equity.

Comme le dit l'intervenant 1 : *“Le monde du PE est un écosystème complet. Si tu as mauvaise réputation pour diverses raisons, tu traiteras avec le même type d'individus que toi, parce que ceux qui ont bonne réputation ne veulent surtout pas interagir avec toi.”* Il nous paraît donc difficile pour un fonds ayant une mauvaise réputation de soutenir des rendements nets supérieurs au marché sur le long terme.

Après avoir confirmé nos hypothèses, nous nous sommes intéressés à l'influence que les caractéristiques fondamentales des fonds pouvaient avoir sur le rendement. Les caractéristiques considérées nous semblent être celles différenciant les fonds le plus entre eux, à savoir : la spécialisation, des investissements majoritaires ou minoritaires, le ticket moyen des deals et la longueur de la période d'investissement. Il ressort de la littérature et des intervenants que :

- La spécialisation est un facteur de différenciation sur le marché du PE. Elle permet d'améliorer la performance des sociétés de portefeuille grâce aux avantages qu'elle confère, tels qu'une meilleure évaluation des risques et des compétences plus adaptées à l'industrie. Il y a dès lors une tendance du marché à se spécialiser. C'est pourquoi nous estimons que dans le futur, la non-spécialisation sera un facteur d'exclusion lors de deals.
- Ce qui compte afin d'améliorer la performance n'est pas tant le pourcentage de l'equity détenu, mais plutôt les droits que la participation d'un fonds lui confère. Plus un fonds a de droits, plus grande sera sa capacité à avoir une influence sur les décisions stratégiques et ainsi la performance de la société.
- Il semblerait qu'en pratique, ce soit l'argument économique qui *in fine* explique la meilleure performance des gros tickets au sein d'un fonds, bien que la littérature s'accorde à dire que ce soit la capacité à contracter plus de dettes et ainsi avoir un effet de levier plus important.
- Il n'y a pas de corrélation entre la longueur de la période d'investissement et la performance des sociétés en portefeuille. Toutefois, nous estimons que la performance des sociétés est la plus élevée lorsque le désinvestissement se produit à très court terme ou à long terme, avec une baisse des performances

lors de la revente à moyen terme et à très long terme.

Finalement, nous nous sommes posé la question de savoir si la performance améliorée grâce aux actions du PE persiste après le désinvestissement. Il semblerait que lors des premières années après le désinvestissement des sociétés par le biais d'une introduction en Bourse, elles surperforment le marché, mais que par après leurs performances tendent vers celles du marché.

Sur base de différents éléments abordés tout au long de ce mémoire, nous nous sommes fait notre propre opinion du fonds de Private Equity qui a le plus de potentiel de création de valeur :

C'est un fonds faisant appel à plusieurs spécialistes externes qui investit des tickets plus ou moins équivalents dans des participations majoritaires de sociétés au management excellent, actives dans des secteurs porteurs et dont la période de détention est flexible.

Bien qu'il n'existe pas de définition du fonds parfait, si nous devions un jour lancer notre propre fonds de PE, son *business model* serait assez fidèle à cette définition. Nous suggérons également à nos intervenants de considérer les éléments de ce mémoire afin d'envisager différentes pistes pour améliorer le *business model* de leur fonds, sans avoir la prétention d'en savoir plus qu'eux sur le métier du Private Equity.

Pour résumer, notre mémoire apporte sa pierre à l'édifice du débat sur les bienfaits ou non du PE et tente de déterminer l'influence des caractéristiques différenciant les fonds sur les performances de leurs sociétés en portefeuille. A cet effet, nous avons intégré l'avis d'une douzaine de professionnels du monde du PE belge.

Limites

Les études empiriques sur les effets du Private Equity sont très compliquées à réaliser car plusieurs caractéristiques intrinsèques de l'industrie viennent biaiser les analyses.

Tout d'abord, beaucoup des données requises sont incomplètes ou simplement indisponibles, du moins dans les bases de données publiques. Ensuite, le plus gros problème est qu'il est impossible de savoir comment une société aurait évolué si elle n'avait pas été détenue par un fonds de PE. C'est pourquoi les sociétés cotées sont souvent choisies comme comparables, car elles divulguent énormément d'informations. Cependant, les entreprises cotées ont des tailles relativement importantes, alors que, comme c'est le cas en Belgique, une grosse partie des investissements en PE n'atteignent souvent pas une telle taille comparable. On peut donc se demander si les résultats de ces enquêtes peuvent être généralisés aux rachats moins importants.

Bien que les études tentent de corriger leurs analyses pour des biais qui pourraient corrompre leurs conclusions, certains biais sont extrêmement difficiles à corriger tels que le fait que les sociétés rachetées i) soient préparées à un changement d'actionnaire afin de pouvoir croître et ii) n'aient pas été choisies de manière aléatoire mais sont probablement celles qui présentent le plus grand potentiel d'amélioration, d'opportunités de croissance, etc. Il peut donc être difficile de comparer les sociétés soutenues par un fonds à celles qui ne le sont pas.

Le nombre d'études postérieures à la crise financière qui évaluent le PE est limité, car la plupart des investissements post-crise n'ont pas encore été désinvestis ou s'ils le sont, n'ont pas encore été analysés. On peut supposer que certaines conclusions d'études seraient probablement différentes dans les conditions de marché actuelles, notamment l'effet de la dette et des multiples sur le rendement.

Finalement, les définitions du PE varient d'une source à l'autre. Nous avons opté pour une définition assez standard et choisi les sources qui se rapprochaient le plus de cette définition. Toutefois, nous ne pouvons garantir que toutes les sources

adoptent une définition tout à fait identique, ce qui pourrait légèrement fausser nos conclusions.

Inévitablement, les conclusions que nous tirons de nos interviews sont influencées par le nombre restreint d'interviews et par la sélection de nos intervenants. Le lecteur doit dès lors être prudent dans l'interprétation de nos conclusions en se rappelant que la grande majorité de nos intervenants travaillent dans des fonds de PE à succès.

Matière à réflexion

Tout au long du mémoire, nous avons identifié certains points qui mériteraient d'être étudiés plus en profondeur, ou qui pourraient être matière à réflexion :

- L'importance de l'effet marketing semble sous-estimée dans la littérature en tant que raison poussant les fonds à se spécialiser davantage. La mesure dans laquelle cet argument commercial est important mériterait d'être analysée.
- Une réflexion de l'intervenant 1 nous a intriguée: *“les fonds de PE prennent-ils vraiment un risque qui mérite d'être rémunéré à 15%? Sachant qu'ils diminuent les risques en prenant des industries en croissance, des boîtes leaders etc.”* Bien qu'il existe certainement des études analysant le couple risque-rendement dans le PE, une étude ayant cette question comme question principale serait fort intéressante, spécialement si elle se concentre sur les sociétés de PE *top tier*.
- Une étude empirique serait nécessaire afin de pouvoir confirmer nos conclusions qualitatives concernant les relations entre les caractéristiques des fonds et la performance des sociétés de portefeuille. Ceci serait tout particulièrement intéressant pour nos conclusions à propos de la relation entre la longueur de détention et la performance. En effet, nous ne sommes au courant d'aucune étude traitant de ce sujet à ce jour.

- Le marché du PE mondial a atteint un stade de maturité dans les plus gros marchés. Dès lors, des *business models* novateurs et de nouvelles stratégies d'investissement voient le jour et permettent aux commandités de se démarquer de la concurrence. Nous pensons particulièrement aux *search funds*. Un *search fund* est une société gérée par certains de ses investisseurs qui rachètent de jeunes entreprises (entre 5 et 30 millions d'euros) dans le but d'en devenir les managers. Il s'agit donc d'une forme alternative de *Management Buy-In* (Divestopedia, 2018).

Finalement, nous aimerions conclure ce mémoire en invitant tant le monde académique que les fonds de PE à développer la méthode de création de valeur guidée par les marchés. Nous pensons que cette méthode a le potentiel de promouvoir la transparence et l'interprétabilité des études ainsi que des investissements.

Bibliographie

- Abbot, S., & Hay, M. (1995). Investing for the Future. *FT-Pitman, London*.
- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2012). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402. doi:10.1093/rfs/hhs117
- Acharya, V., Kehoe, C., & Reyner, M. (2008). The voice of experience: Public versus private equity. *The McKinsey Quarterly*, 1-7. En ligne: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-voice-of-experience-public-versus-private-equity>, consulté le 21 juillet 2018
- Achleitner, A. K., & Klöckner, O. (2005). Employment contribution of private equity and venture capital in Europe. *European Venture Capital Association*. doi:10.2139/ssrn.1113782
- Achleitner, A. K., Schraml, S., & Tappeiner, F. (2008). Private equity minority investments in large family firms: What influences the attitude of family firm owners?. Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS). doi: 10.2139/ssrn.1299573
- Achleitner, A.-K., Lichtner, K., & Diller, C. (2014). *Value Creation in Private Equity*. Capital Dynamics, Center for Entrepreneurial and Financial Studies and Technical University of Munich. En ligne <https://www.capdyn.com/media/1765/value-creation-in-private-equity-study-2014-finalv2.pdf>
- Achleitner, A., Braun, R., Engel, N., Figge, C., & Tappeiner, F. (2010). Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, 13(2), 17-27.
- Ahlers, O., Hack, A., & Kellermanns, F. W. (2014). "Stepping into the buyers' shoes": Looking at the value of family firms through the eyes of private equity investors. *Journal of Family Business Strategy*, 5(4), 384-396. doi: 10.1016/j.jfbs.2014.04.002
- Amess, K. (2002). Management buyouts and firm-level productivity: Evidence from a panel of UK manufacturing firms. *Scottish Journal of Political Economy*, 49(3), 304-317. doi: 10.1111/1467-9485.00233
- Amess, K. (2003). The effect of management buyouts on firm-level technical inefficiency: Evidence from a panel of UK machinery and equipment

- manufacturers. *The Journal of Industrial Economics*, 51(1), 35-44. doi: 10.1111/1467-6451.00190
- Amess, K., & Wright, M. (2007). The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK. *International Journal of the Economics of Business*, 14(2), 179-195. doi: 10.1080/13571510701343923
- Battistin, E., Bortoluzzi, P., Buttignon, F., & Vedovato, M. (2017). Minority and majority private equity investments: firm performance and governance. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 659-684. doi: 10.1007/s1099
- Bergström, C., Grubb, M., & Jonsson, S. (2007). The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation. *The journal of Private equity*, 22-39.
- Borell, M., & Heger, D. (2013). Sources of value creation through private equity-backed mergers and acquisitions: The case of buy-and-build strategies. *Centre for European Economic Research*, 13-094. doi:10.2139/ssrn.2356191
- Boucly, Q., Sraer, D., & Thesmar, D. (2009). Leveraged buyouts—evidence from French deals. *The global economic impact of private equity report*, 47-64.
- Braun, R., Jenkinson, T., & Stoff, I. (2017). How persistent is private equity performance? Evidence from deal-level data. *Journal of Financial Economics*, 123(2), 273-291. doi:10.1016/j.jfineco.2016.01.033
- Brigl, M., Herrera, A., Liechtenstein, H., Meerkatt, H., Prats, M.J., & Rose, J. (2008). The Advantage of Persistence: How the Best Private Equity Firms Beat the Fade. *The Boston Consulting Group and IESE Business School of the University of Navarra*. En ligne: <https://www.bcg.com/documents/file15196.pdf>
- British Private Equity & Venture Capital Association [BVCA]. (2015). Private Equity Performance Measurement. *BVCA Perspectives Series*. En ligne <https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/BVCA%20Perspective%20Series/Private%20Equity%20Performance%20Measurement.pdf?ver=2015-04-09-105554-523>, consulté le 28 juin 2018
- Bruining, H. (1992). *Performance improvement post-management buy-out*. (Thèse de doctorat non Publiée). Erasmus University Rotterdam, Haveka.
- Bruining, H., Verwaal, E., & Wright, M. (2013). Private equity and entrepreneurial management in management buy-outs. *Small Business Economics*, 40(3), 591-605. doi:10.1007/s11187-011-9386-8

- Bruton, G., J.K. Keels, & R.L. Scifres. (2002). Corporate restructuring and performance: An agency perspective on the complete buyout cycle. *Journal of Business Research* 55: 709–24. doi: doi.org/10.1016/S0148-2963(00)00212-5
- Buchner, A., Mohamed, A., & Schwienbacher, A. (2016). Does risk explain persistence in private equity performance?. *Journal of Corporate Finance*, 39, 18-35. doi:10.1016/j.jcorpfin.2016.05.003
- Bull, I. (1989). Financial performance of leveraged buyouts: An empirical analysis. *Journal of Business Venturing*, 4(4), 263-279. doi: 10.1016/0883-9026(89)90016-5
- Cao, J., & Lerner, J. (2007). The performance of reverse leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 91(2), 139-157. doi: 10.1016/j.jfineco.2008.03.002
- Castanias, R. P., & Helfat, C. E. (1991). Managerial resources and rents. *Journal of management*, 17(1), 155-171. doi:10.1177/014920639101700110
- Chan, K. C., Chen, N. F., & Hsieh, D. A. (1985). An exploratory investigation of the firm size effect. *Journal of Financial Economics*, 14(3), 451-471. doi: 10.1016/0304-405X(85)90008-X
- Chen, A. (2012). *What do Private Equity Investors Actually Do?* En ligne: <https://www.interviewprivateequity.com/what-do-private-equity-investors-do/>, consulté le 17 juin 2018
- Cohn, J. B., Mills, L. F., & Towery, E. M. (2014). The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: Evidence from US corporate tax returns. *Journal of Financial Economics*, 111(2), 469-494. doi: 10.1016/j.jfineco.2013.11.007
- Cornelli, F., & Karakaş, O. (2008). Private equity and corporate governance: Do LBOs have more effective boards?. *AFA San Francisco*. doi: 10.2139/ssrn.1102467
- Cotter, J. F., & Peck, S. W. (2001). The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist. *Journal of Financial Economics*, 59(1), 101-147. doi: 10.1016/S0304-405X(00)00083-0
- Courtois, Y., McPhee, D., & Rerolle, J. F. (2016). Evaluating private equity's performance (No. 133315-G). *KPMG Global Valuation Institute*. En ligne <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/evaluating-private-equitys-performance.pdf>

- Cressy, R., Munari, F., & Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 647-669. doi:10.1016/j.jcorpfin.2007.04.007
- Cressy, R., Munari, F., & Malipiero, A. (2011). Creative destruction? Evidence that buyouts shed jobs to raise returns. *Venture Capital*, 13(1), 1-22. doi:10.1080/13691066.2010.490066
- Cumming, D., & Walz, U. (2010). Private equity returns and disclosure around the world. *Journal of International Business Studies*, 41, 727-754. doi:10.1057/jibs.2009.62
- Cumming, D., Siegel, D. S., & Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2007.04.008
- Davis, S. J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., & Miranda, J. (2014). Private equity, jobs, and productivity. *American Economic Review*, 104(12), 3956-90. doi: 10.1257/aer.104.12.3956
- Demiroglu, C., & James, C. M. (2010). The role of private equity group reputation in LBO financing. *Journal of Financial Economics*, 96(2), 306-330. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.02.001
- Desbrières, P., & Schatt, A. (2002). The impacts of LBOs on the performance of acquired firms: the French case. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 695-729. doi: 10.1111/1468-5957.00447
- Divestopedia. (2018). Search Fund. En ligne: <https://www.divestopedia.com/definition/742/search-fund>, consulté le 10 juillet 2018
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74. doi: 10.5465/amr.1989.4279003
- Ernst & Young. (2008). How Do Private Equity Investors Create Value? A Global Study of 2007 Exits. En ligne https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/0708_etude_private_equity/%24FILE/0708_etude_private_equity.pdf
- Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1-106. doi:10.1111/1468-0416.00012

- Froud, J., & Williams, K. (2007). Private equity and the culture of value extraction. *New Political Economy*, 12(3), 405-420. doi:10.1080/13563460701485656
- Gallo, A. (2016). A refresher on internal rate of return. *Harvard Business Review Digital Articles*, 2-4. En ligne: http://www.cogencygroup.ca/uploads/5/4/8/7/54873895/harvard_business_review-a_refresher_on_internal_rate_of_return_march_17_2016.pdf
- Gaspar, J. M. (2012). The Performance of French LBO Firms: New data and new results. *Finance*, 33(2), 7-60. En ligne: <https://www.cairn.info/revue-finance-2012-2-page-7.htm>, consulté le 17 juillet 2018
- Gejadze, M., Giot, P., & Schwienbacher, A. (2017). Private equity fundraising and firm specialization. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 64, 259-274. doi: 10.1016/j.qref.2016.06.012
- Gejadze, M., Giot, P., & Schwienbacher, A. (2017). Private equity fundraising and firm specialization. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 64, 259-274. doi: 10.1016/j.qref.2016.06.012
- Generational Equity. (2018). *What Is A Private Equity Firm's Ideal Deal Size?* En ligne: <https://www.genequityco.com/insights/what-is-a-private-equity-firm-s-ideal-deal-size>, consulté le 3/08/2018, consulté le 10 juillet 2018
- Gilligan, J., & Wright, M. (2014). Private equity demystified: An explanatory guide.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The venture capital cycle*. MIT press.
- Goossens, L., Manigart, S., & Meuleman, M. (2008). The change in ownership after a buyout: impact on performance. *The Journal of Private Equity*, 31-41.
- Gottschalg, O. (2007). Private equity and leveraged buyouts. *Study for the European Parliament*, 2007-25. En ligne [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2007/393515/IPOL-ECON_ET\(2007\)393515_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2007/393515/IPOL-ECON_ET(2007)393515_EN.pdf)
- Graham Jr, R. C., & Lefanowicz, C. E. (1999). Majority and Minority Ownership of Publicly-Traded Firms: A Test of the Value of Control Using Market Multiples. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(1-2), 171-198. doi: 10.1111/1468-5957.00252
- Groh, A. P., & Gottschalg, O. (2006). *The risk-adjusted performance of US buyouts*. Groupe HEC. En ligne: https://studies2.hec.fr/jahia/webdav/site/hec/shared/sites/buyoutresearch/acces_eleves/The_Risk_Adjusted_Performance_of_US_Buyouts_HP.pdf

- Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value?. *The Journal of Finance*, 66(2), 479-517. doi:10.1111/j.1540-6261.2010.01640.x
- Harper, N., & Schneider, A. (2004). Private equity's new challenge. *McKinsey Quarterly*, (12), 1-5. En ligne
https://www.mckinsey.com/Client_Service/Corporate_Finance/Latest_thinking/McKinsey_on_Finance/~/_media/McKinsey/dotcom/client_service/Corporate%20Finance/MoF/PDF%20issues/MoF_Issue_12_Summer%2004.ashx, consulté le 21 juin 2018
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know? *The Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882. doi: 10.1111/jofi.12154
- Harris, R., Siegel, D. S., & Wright, M. (2005). Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom. *Review of Economics and Statistics*, 87(1), 148-153. doi: 10.1162/0034653053327540
- Hotchkiss, E. S., Strömberg, P., & Smith, D. C. (2014). *Private equity and the resolution of financial distress*. doi: 10.2139/ssrn.1787446
- Hull, J. (2012). Options, futures and other derivatives (8è éd). Boston, Etats-Unis : Printer Hall. En ligne: <https://shamit8.files.wordpress.com/2014/11/options-futures-and-other-derivatives-8th-john.pdf>
- Institutional Limited Partners Association [ILPA]. (2011). Quarterly Reporting Standards. *Best Practices*. En Ligne
<https://www.ap2.se/globalassets/verksamheten/riktlinjer-riskkapitalfonder/ilpa-quarterly-reporting-standards.pdf>
- Invest Europe. (2018). 2017 Statistics on Fundraising, Investments & Divestments. *European Private Equity Activity series*. En ligne
<https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>
- Investopedia. (2018a). *Committed Capital*. En ligne
<https://www.investopedia.com/terms/c/committedcapital.asp>, consulté le 6 juillet 2018
- Investopedia. (2018b). *Management Buy-In*. En ligne
<https://www.investopedia.com/terms/m/mbi.asp>, consulté le 29 juin 2018

- Investopedia. (2018c). *Market Timing*. En ligne: <https://www.investopedia.com/terms/m/markettiming.asp>, consulté le 31 juillet 2018
- Investopedia. (2018d). *Stock Pick*. En ligne: <https://www.investopedia.com/terms/s/stockpick.asp>, consulté le 30 juillet 2018
- Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. *The journal of finance*, 49(5), 1699-1726. doi: 10.1111/j.1540-6261.1994.tb04778.x
- Jenkinson, T., Morkoetter, S., & Wetzer, T. (2018). Buy Low, Sell High? Do Private Equity Fund Managers Have Market Abilities? *University of St.Gallen, School of Finance Research Paper*, 2018/13. doi: 10.2139/ssrn.3169155
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review* September-October. doi: 10.2139/ssrn.146149
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24(2), 217-254. doi: 10.1016/0304-405X(89)90047-0
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823. doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-46. doi: 10.1257/jep.23.1.121
- Kaserer, C., & Diller, C. (2009). *What drives cash flow based European private equity returns? Fund inflows, skilled GPs and/or risk?* (No. 2004-02). CEFS working paper series. En ligne: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/48536/1/664482368.pdf>
- Kaul, A., Nary, P., & Singh, H. (2018). Who does private equity buy? Evidence on the role of private equity from buyouts of divested businesses. *Strategic Management Journal*, 39(5), 1268-1298. doi: 10.1002/smj.2759
- Knauer, A., Lahmann, A., Pflücke, M., & Schwetzler, B. (2014). How Much Do Private Equity Funds Benefit From Debt-related Tax Shields?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 85-93. doi: 10.1111/jacf.12057

- Korteweg, A., & Sorensen, M. (2017). Skill and luck in private equity performance. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 535-562. doi:10.1016/j.jfineco.2017.03.006
- Kroker, M., Rapp, M. S., & Wolff, M. (2010). Are private equity investors governance champions or simply stock picking specialists. En ligne: http://www.efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/2011-Toronto/papers/Private_Equity_Investors_Working_Paper.pdf
- Kyle, M. (2017). *What is Private Equity?* En ligne sur le site web de Investopedia <https://www.investopedia.com/articles/financial-careers/09/private-equity.asp>, consulté le 15 juin 2018
- Landau, C. (2014). Active involvement of private equity firms in portfolio companies and its performance effects. *Finance and strategy*, 185-229. Emerald Group Publishing Limited.
- Le Nadant, A. L., Perdreau, F., & Bruining, H. (2018). Industry specialization of private equity firms: a source of buy-out performance heterogeneity. *Venture Capital*, 1-23. doi: 10.1080/13691066.2017.1422424
- Leslie, P., & Oyer, P. (2008). Managerial incentives and value creation: Evidence from private equity (No. w14331). *National Bureau of Economic Research*. doi : 10.3386/w14331
- Levis, M. (2011). The Performance of Private Equity-Backed IPOs. *Financial Management*, 40(1), 253-277. doi: 10.1111/j.1755-053X.2010.01141.x
- Lichtenberg, F. R., & Siegel, D. (1989). The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior (No. w3022). *National Bureau of Economic Research*. doi: 10.3386/w3022
- Ligterink, J. E., Martin, J. K., Boot, A. W. A., Cools, K., & Phalippou, L. (2017). Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief.
- Ljungqvist, A., & Richardson, M. (2003). The cash flow, return and risk characteristics of private equity (No. w9454). *National Bureau of Economic Research*.
- Long, W. F., & Ravenscraft, D. J. (1993). LBOs, debt and R&D intensity. *Strategic management journal*, 14(S1), 119-135. doi: 10.1002/smj.4250140910
- Lopez-de-Silanes, F., Phalippou, L., & Gottschalg, O. (2011). Giants at the gate: On the cross-section of private equity investment returns (No. 11-035/2/DSF12). Tinbergen Institute.

- Malone, S. C. (1989). Characteristics of smaller company leveraged buyouts. *Journal of Business Venturing*, 4(5), 349-359. doi: 10.1016/0883-9026(89)90006-2
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The economics of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341. doi: 10.1093/rfs/hhq020
- Meuleman, M., Amess, K., Wright, M., & Scholes, L. (2009). Agency, strategic entrepreneurship, and the performance of private equity-backed buyouts. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 213-239. 10.1111/j.1540-6520.2008.00287.x
- Mikhail, M. B., Walther, B. R., & Willis, R. H. (2004). Do security analysts exhibit persistent differences in stock picking ability?. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 67-91. doi : 10.1016/j.jfineco.2003.11.001
- Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. (1990). Efficiency and organizational structure: A study of reverse LBOs. *The Journal of Finance*, 45(5), 1389-1413. doi: 10.1111/j.1540-6261.1990.tb03720.x
- Nasdaq. (2018). *Public-to-Private buyout*. En ligne: <https://www.nasdaq.com/investing/glossary/p/public-to-private-buyout>, consulté le 27 juin 2018
- Nikoskelainen, E., & Wright, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 511-537. doi:10.1016/j.jcorpfin.2007.04.002
- Opler, T. C. (1992). Operating performance in leveraged buyouts: Evidence from 1985-1989. *Financial Management*, 27-34. doi: 10.2307/3665678
- Ouimet, P. P. (2012). What motivates minority acquisitions? The trade-offs between a partial equity stake and complete integration. *The Review of Financial Studies*, 26(4), 1021-1047. doi: 10.1093/rfs/hhs125
- Phalippou, L. (2008). The hazards of using IRR to measure performance: the case of private equity. doi: 10.2139/ssrn.1111796
- Phalippou, L. (2013). Performance of buyout funds revisited?. *Review of Finance*, 18(1), 189-218. doi: doi.org/10.1093/rof/rft002
- Phalippou, L., & Gottschalg, O. (2009). The performance of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 22(4), 1747-1776. doi:10.1093/rfs/hhn014
- Phalippou, L., & Zollo, M. (2005). What drives private equity fund performance. *Non publié*. En ligne:

https://www.researchgate.net/profile/Ludovic_Phalippou/publication/264999607_What_Drives_Private_Equity_Fund_Performance/links/54648b5b0cf2cb7e9daa1440/What-Drives-Private-Equity-Fund-Performance.pdf

- Phan, P. H., & Hill, C. W. (1995). Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: An ex post study. *Academy of Management Journal*, 38(3), 704-739. doi: 10.5465/256743
- Pindur, D. (2009). *Value creation in successful LBOs*. (Thèse de doctorat). Springer Science & Business Media.
- Robbie, K., & M. Wright. (1995). Managerial and ownership succession and corporate restructuring: The case of management buy-ins. *Journal of Management Studies* 32: 527–50. doi: 10.1111/j.1467-6486.1995.tb00787.x
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521. doi: 10.1016/0304-405X(90)90065-8
- Scellato, G., & Ughetto, E. (2013). Real effects of private equity investments: Evidence from European buyouts. *Journal of Business Research*, 66(12), 2642-2649. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.06.001>
- Schneider, A., & Henrik, C. (2015). *Private Equity Minority Investments: Can Less Be More?*. The Boston Consulting Group. En ligne: <https://www.bcg.com/publications/2015/private-equity-minority-investments-can-less-be-more.aspx>, consulté le 22 juillet 2018
- Singh, H. (1990). Management buyouts: Distinguishing characteristics and operating changes prior to public offering. *Strategic Management Journal*, 111-129.
- Smith, A. (1990a). Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. *Journal of financial Economics*, 27(1), 143-164. doi: 10.1016/0304-405X(90)90024-T
- Smith, A. (1990b). The Effects of Leveraged Buyouts. *Business Economics*, 25(2), 19-25. En ligne: https://www.jstor.org/stable/pdf/23485953.pdf?seq=1#page_scan_tab_contents, consulté le 13 juillet 2018
- Strömberg, P. (2009). The economic and social impact of private equity in Europe: summary of research findings. doi:10.2139/ssrn.1429322

- Thaker, H. (2013). The Relationship Between Private Equity Returns, Duration and Firm Size & Skill. *University of Oxford, Private Equity Institute*. doi: 10.2139/ssrn.2510632
- Vinten, F. (2007). The performance of private equity buyout fund owned firms. *Centre for Economic and Business Research (CEBR)*. doi: 10.2139/ssrn.1114603
- Von Drathen, C., & Faleiro, F. (2007). The performance of leveraged buyout-backed IPOs in the UK. London Business School. doi:10.2139/ssrn.1117185
- Watt, A. (2008). The impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence. *Industrial Relations Journal*, 39(6), 548-568. doi:10.1111/j.1468-2338.2008.00505.x
- Weir, C., Jones, P., & Wright, M. (2015). Public to private transactions, private equity and financial health in the UK: an empirical analysis of the impact of going private. *Journal of Management & Governance*, 19(1), 91-112. doi: 10.1007/s10997-013-9270-9
- Weir, C., Laing, D., & Wright, M. (2005). Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. *Applied Financial Economics*, 15(13), 947-961. doi: 10.1080/09603100500278221
- Wilson, N., Wright, M., Siegel, D. S., & Scholes, L. (2012). Private equity portfolio company performance during the global recession. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 193-205. doi:https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.11.008
- Wright, M., Hoskisson, R. E., & Busenitz, L. W. (2001). Firm rebirth: Buyouts as facilitators of strategic growth and entrepreneurship. *Academy of Management Perspectives*, 15(1), 111-125. doi: 10.5465/ame.2001.4251486
- Wright, M., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W., & Dial, J. (2000). Entrepreneurial growth through privatization: The upside of management buyouts. *Academy of Management Review*, 25(3), 591-601. doi: 10.5465/amr.2000.3363522
- Wright, M., Thompson, S., Robbie, K., & Wong, P. (1995). Management buy-outs in the short and long term. *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(4), 461-482. doi: 10.1111/j.1468-5957.1995.tb00372.x
- Zahra, S.A. (1995). Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyouts. *Journal of Business Venturing* 10: 225-47. doi: 10.1016/0883-9026(94)00024-O

Zellweger, T. (2007). Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family business review*, 20(1), 1-15. doi: 10.1111/j.1741-6248.2007.00080.x

Annexes

Annexe 1.

[illegible]

Annexe 2. Question d'interview et retranscriptions des interviews

Interview Questions

Qualitative questions

1. Which of the points below drive the performance of your investments the most?
 - a. Select the most promising companies
 - b. Improve the performance of your companies through your own actions
 - c. Others
2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?
 - a. How do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period?
 - b. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?
 - c. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?
3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?
 - a. Which actions improve the performance the most according to you? Why?
 - b. Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?
 - c. Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?
 - d. Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?
4. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?
5. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?
 - a. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?
 - b. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

6. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:
 - a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?
 - b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger "ticket" for your fund)?
 - c. Pre-buyout performance of the company?
7. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

Quantitative questions

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):
 - a. Improvement of the company through your own actions?
 - b. Evolution of the market and its multiples;
 - c. Leverage impact of the debt;
2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?
3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Je vais donner 2 sortes de réponses. Il y a les réponses de ce que nous faisons en tant qu'investisseur direct et il y a ce que j'observe dans le marché en tant que Limited Partner et gérant d'un portefeuille de fonds de Private Equity, je fais ça depuis vingt ans, donc j'ai quand même une certaine idée de ce qu'ils font et de ce que je trouve utile ou pas utile. Il y a à chaque fois deux volets dans les réponses.

Comment est-ce qu'on fonctionne? On a une stratégie historique que l'on a toujours fait depuis longtemps, c'est en tant qu'actionnaire minoritaire, ça change beaucoup d'être minoritaire ou d'être majoritaire. Notre capacité à intervenir dans les entreprises est volontairement limitée. Donc ça c'est un business d'à peu près environ 3 milliards d'euros en NAV, une vingtaine de lignes, une fourchette d'intervention de 100 à 200 millions par investissement et une empreinte géographique essentiellement européenne. Donc ça c'est le minoritaire direct. Et là on est actif au Board, on est actif dans l'entreprise et c'est dans ce cadre-là que je répondrai à toutes ces questions.

A côté de ça, le business que je dirige, c'est plutôt un portefeuille de fonds, ça c'est essentiellement aux Etats-Unis et en Asie, un petit peu en Europe et il y a un billet sur Venture Capital et Growth Equity. Donc de nouveau, du minoritaire en sous-jacent, mais on a quand même une exposition buyout et on a longtemps eu un portefeuille européen de mid-market buyout. Donc j'ai une bonne vision de ce qui se passe là. La taille du portefeuille de fonds c'est environ un milliard et demi.

Et puis on a un volet qui est plus typé Venture Capital, qui s'appelle Sofina croissance. La taille de Sofina croissance c'est environ 500 millions.

Personnellement, j'ai rejoint la Sofina il y a 25 ans et je m'occupe de la partie fonds depuis plus de 15 ans et j'ai piloté une dizaine d'investissements directs dans ma carrière. Donc il y a un bon mix d'expérience qui me permet d'avoir une idée sur les questions que vous posez.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

Effectivement, le point a) est pour moi le plus important. Ce qui est déterminant, c'est tout le travail qu'on fait avant l'investissement, donc c'est tout le travail d'origination. L'enjeu c'est de repérer les entreprises qui, en ce qui nous concerne, ont un actionnariat concentré. Notre thèse d'investissement c'est toujours: les sociétés qui ont un actionnariat concentré ont des gens qui se comportent d'une certaine façon avec une vision long terme, un engagement d'eux-mêmes et généralement de leurs équipes qui est beaucoup plus fort et qu'il y a plein d'études empiriques qui montrent que en moyenne ces sociétés là performant mieux. Donc ça c'est la thèse de base de création d'alpha en jargon financier. Nous pensons que les sociétés qui sont dirigées par des gens qui sont des copropriétaires de l'entreprise tendent à mieux performer. Et donc il y a tout un volet de sélection: d'abord les identifier, développer des relations avec ces sociétés-là le plus tôt possible, et donc dans tout le Private Equity, la règle c'est qu'il faut être là le premier. A la taille où on est, c'est toujours compétitif, donc c'est sélectionner les bons partenaires, être au contact le plus tôt possible, créer des relations étroites le plus possible avant qu'une transaction ne se matérialise. Il faut se familiariser et être convaincu que le business model est bon. Donc nous on se focalise surtout sur des sociétés de qualité avec des bonnes marges, peu d'endettement et en croissance top line. Ce sont beaucoup de critères qui font que notre univers investissable est très petit. C'est un peu différent du Private Equity puisque nous on n'a pas la création de valeur sur la dette et la boîte la rembourse, et le désendettement crée de la valeur. On n'a pas du tout ce levier-là dans notre palette. Nous c'est vraiment le management, le business model, le secteur et le choix d'une entreprise de qualité est fondamental.

Alors nos propres actions: on est minoritaire mais ça n'empêche pas d'avoir de l'influence. On prend toujours un poste au conseil et on essaie d'avoir de l'impact sur les décisions stratégiques mais fondamentalement, la performance c'est le management qui la délivre, pas l'actionnaire. Et donc on peut être de façon incrémentale, on peut être des facilitateurs, des catalyseurs de performance, on ne peut pas être déterminant dans la performance.

Donc notre premier critère d'investissement, c'est évidemment le management existant. Le cas de rêve, c'est une société dans laquelle vous ne devez rien faire. On dit toujours dans le Private Equity que *the winners take care of themselves*. Donc les boîtes où il faut vraiment se retrousser les manches, c'est rarement des très bons investissements. C'est parce qu'on s'est trompé, ou alors c'était la thèse de départ: qu'il fallait changer le management, c'est plutôt des turnaround, c'est une petite partie du métier, mais le gros du métier c'est quand même: on prend une boîte qui est bien gérée, qui a un bon business model, on met de la dette dedans, on la rembourse et on vend. Ça c'est le Private Equity, le LBO pur et dur.

Nous on est minoritaire. Comme on a peu de leviers post-investissement, c'est avant que ça se passe, c'est trouver les bons partenaires. On cherche toujours à avoir un alignement maximum avec l'ensemble du tour de table, ce qui veut dire que c'est très difficile pour nous d'être avec des fonds parce que notre horizon d'investissement est différent. Au contraire on croit, qu'est-ce qui fait notre différenciation? C'est justement ça. Si on s'associe avec des gens qui n'ont pas cette différenciation, après on crée des difficultés parce qu'après cinq ans ils voudront s'en aller, ils voudront mettre de la dette, ils voudront faire des tas de choses. Du coup, nous on est plutôt dans des sociétés qui sont contrôlées par des familles ou des sociétés qui ont fait plusieurs LBOs et où le management a réinvesti à chaque fois, ils se trouvent à un moment donné où ils ont une chance de devenir majoritaire et d'arrêter de se mouiller la chemise pour rembourser les banques et de s'occuper du développement du business. Et que le free cash flow parte dans des initiatives nouvelles, dans la croissance plutôt que dans le *deleverage*. Ça c'est un peu le pitch qu'on fait et c'est pour ça qu'on pense que notre modèle de capitalisme est plus vertueux parce qu'il dirige les ressources générées par l'entreprise sur des nouvelles initiatives de développement et de progrès plutôt que de l'ingénierie financière. Alors, ça c'est une caricature de ce que fait le Private Equity parce qu'effectivement, le Private Equity est un modèle de gouvernance qui lui aussi a ses vertus, il est probablement meilleur que les boîtes cotées par exemple. Parce qu'il y a toute une dynamique d'incentives qui est mise sur le management qui fait que, globalement les boîtes sont mieux gérées et que comme la boîte vous voulez la revendre, vous devez aussi penser pour le long terme, vous ne pouvez pas vous contenter de vous nourrir sur la bête et puis de vendre un truc qui ne vaut plus rien. Vous devez penser que la valeur de revente dépend des perspectives de la boîte quand vous la revendez, et donc vous devez penser à ça quand vous la gérez.

Donc nos actions dans les boîtes c'est: on va au conseil, on sert de mentor généralement pour le CEO qui est souvent un co-actionnaire. On a à l'entrée identifié un certain nombre de priorités et de choses qu'on considère comme des priorités de développement ou des priorités stratégiques, on les partage avant d'investir. Ça fait partie de l'exercice de est-ce qu'on est des bons partenaires l'un pour l'autre.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

Certainement. Mais je continue à penser que c'est incrémental, et que ce n'est pas déterminant. Et c'est très compliqué à mesurer. Et seuls les bon managements exploitent ça. La clé c'est si on a des gens qui savent faire avancer la boîte, les effets positifs se démultiplient.

Il y a quelques études qui montrent que si on corrige pour le levier, les performances du buyout, il n'y a pas vraiment d'alpha. Moi je crois que ce n'est pas vrai parce que si on regarde le problème c'est que ces études regardent le Private Equity en général et, comme vous savez, la dispersion de la qualité des fonds de Private Equity, en tout cas des équipes est très large. Contrairement à l'industrie de l'Asset Management en général, dans le PE il y

a une certaine stabilité dans le top quartile et donc si on faisait cette même étude rien qu'avec des équipes top quartiles, on aurait à mon avis une conclusion différente.

Mais donc je n'ai pas la réponse. Ce que moi je vois c'est que à travers les stratégies statistiques par exemple de Cambridge Associates, on voit que la plupart des stratégies des fonds privés battent les indices boursiers. Et ça ne vient pas que du levier parce que c'est vrai pour le Venture, c'est vrai pour le Growth Equity minoritaire, c'est vrai pour le LBO. C'est qu'il y a une vertu à avoir un mode de gouvernance qui est moins influencé par le très court terme.

b) Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

On fait ça tout le temps. D'abord, avant d'investir. C'est clair que l'analyse de l'environnement compétitif fait partie de l'exercice de départ, se convaincre que la société a un vrai USP, une vraie différenciation, qu'elle est durable et de réfléchir à comment on peut l'améliorer. Et donc post-investissement, dans n'importe quel Board, on regarde ce que font les concurrents, il y a du benchmarking dans tous les métiers aujourd'hui. Que ce soit une société contrôlée par le PE ou pas. Aujourd'hui dans tous les secteurs, les gens font du benchmarking.

Le travail d'un Board, c'est de poser des questions, et c'est le travail du management d'y répondre. Et là où ça dérape c'est quand le Board croit qu'il sait mieux que le management c'est que ce n'est pas le bon management, ou alors ce n'est pas bon Board, mais il y a un problème.

C'est très difficile d'avoir quelque chose de très très structuré. Il y a un sanity check permanent, que fait la concurrence, est-ce qu'il y a des choses à améliorer, quelles sont les dynamiques compétitives, est-ce que l'analyse de Porter tient toujours. On se repose la question régulièrement. Mais des calculs de performance précis pour dire que grâce au fait qu'on est actionnaire cette société là en particulier a fait mieux que ses pairs, je crois qu'il faut être modeste là-dessus. On fait des analyses quand on peut en tirer des actions. Si c'est pour se frapper la poitrine et dire qu'on est meilleurs que les autres, ce n'est pas très intéressant. Ce qu'on mesure c'est effectivement notre performance à nous par rapport à nos pairs, par rapport à nos d'objectifs globalement. Sur les sociétés individuelles, on regarde si elles gagnent des parts de marché. Maintenant chercher à expliquer si ça c'est dû à notre action ou à celle des autres, comme on ne lève pas d'argent de tiers, ça ne sert pas à grand chose. Je suis sûr que les fonds de PE font ça en détail parce que c'est un argument marketing derrière et que ça permet de lever des fonds. Mais nous on n'a rien à prouver, on n'a pas besoin de prouver à nous mêmes qu'on a une action. Et donc oui, dans les documents de levée de fonds il y a ce genre d'analyse et comme par hasard ils arrivent tous à la conclusion qu'ils ont un impact important sur la performance des sociétés. Je continue à penser que la clé de tout c'est d'avoir les bonnes personnes dans la boîte. Et à ce moment là, c'est elles qui font appel à toutes ces ressources disponibles et les exploitent au mieux. On est quand même dans un monde où il y a énormément de liquidités où il y a beaucoup d'argent. Nous on vend de l'argent. Il n'y a pas de produit moins différencié que l'argent. Et donc en théorie, comme on est dans un business complètement commodity, où c'est le low cost provider qui est meilleur, ce que les gens font c'est de dire qu'on ne vend pas de l'argent, on vend de l'argent et des services et on se différencie sur des services. C'est pour ça que tout ce travail de: on est operating et on a une valeur ajoutée post-investissement, tout ça c'est quoi? C'est essayer de décommoditiser des commodities, le produit qu'on offre et faire en sorte que à la fin de la journée la seule variable d'ajustement ne soit pas le prix, parce que sinon c'est la concurrence parfaite et profit zéro. Non non, nous on va faire un truc pour se différencier. Pourquoi est-ce que ces services-là sont apparus? Parce qu'il fallait que les PE apportent un élément de différenciation dans leur offre. Certains y arrivent mieux que d'autres. Mais il y a une bonne partie de ça qui est une façon de gagner des deals, plus qu'une façon d'augmenter les profits de la boîte post-investissement. Les deux vont de pair, mais la motivation de départ c'est qu'il faut se différencier.

Pour le prix, il faut payer le fair price. Pour tout le monde c'est la même chose: il faut payer les fair price. Les returns hors leviers ont quand même tendance à baisser et c'est normal

parce que les taux sont presque zéro et donc les primes de risque, elles varient un peu mais pas énormément. Et donc il n'y a rien à faire, le return hors levier diminue. Le return attendu de la bourse c'est quoi. Si on prend des taux d'intérêt long terme entre 0 et 1%, ils sont très bas. On met là-dessus une prime de risque suivant les trucs académiques entre 3 et 5%, on est toujours à 6-7%. Si on ne met pas de levier là-dessus, on a peu de chance les 15% qui permettent au modèle de Private Equity, avec tous les coûts qui sont dessus, de délivrer des returns nets convenables. Tous ces coûts viennent on top (2% management fee, 20% de carried) et donc heureusement qu'il y a des leviers à 5-6 fois, parce que sinon ils n'y arrivent pas.

Donc, tous ces trucs-là, c'est l'idée qu'on va pouvoir ajouter hors levier 1-2% de TRI, pour faire en sorte que le modèle marche.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

a. Which actions improve the performance the most according to you? Why?

Dans notre cas, ce que l'on fait essentiellement c'est de la mise en contact, du networking, mettre les bonnes personnes en face les unes des autres pour qu'elles en tirent bénéfice. C'est tout ce qui est direction stratégique, définition des priorités, l'influence sur les changements de management quand c'est nécessaire, ça c'est clair que c'est un des leviers principaux de tous les actionnaires privés.

L'alignement d'intérêts, donc la mise en place de plans d'incentives et on aime bien les situations où le management doit mettre de l'argent sur la table et a un risque symétrique avec celui des actionnaires par opposition aux options. Ce sont des systèmes où ils doivent acheter des actions, éventuellement avec des discount. Alors bien sûr il y a les options, les bonus tout ça, mais on aime bien que le management soit actionnaire. Ce n'est pas systématiquement le cas. Soit c'est un système d'options qui sont asymétriques et donc ça ce sont des systèmes qui poussent le management à prendre des risques puisque si ça marche, ils banquent, si ça ne marche pas, il ne perd rien et c'est l'actionnaire qui douille. Donc les options, c'est mieux que rien mais il y a quand même un souci. Nous on aime bien avoir des gens qui ont une partie significative de leur patrimoine à risque, à la hausse et à la baisse, ça change les comportements. Puisque le PE eux mêmes sont complètement asymétriques, c'est un truc où tout le monde est incentivé pour le risque et globalement ça fonctionne. Parce qu'il y a quand même un garde fou qui est que vous devez lever de l'argent tous les 3-4 ans et que nous ne pouvez pas vous permettre de faire exploser votre portefeuille. Donc vous devez quand même avoir du contrôle des risques. Le management, il a une réputation, une carrière. Les gens réfléchissent quand même un peu plus loin que le bout de leur nez. Mais bon quand même, ça donne un appétit pour le risque supérieur quand on a des incentives asymétriques. C'est bon mais point trop n'en faut.

Ce qu'on fait beaucoup aussi c'est le succession planning, puisque souvent maintenant les boîtes très familiales où le fondateur entrepreneur historique est toujours là. Très souvent on intervient dans des situations de transition de générations, parce qu'on en a déjà fait avant, on sait comment il faut faire, à quoi il faut faire attention.

Ces actions que nous on prend, c'est particulier à notre modèle. Je dirais que le Private Equity en général, le premier truc ça reste quand même on change le CEO. C'est quand même ce qu'ils font le plus. Ensuite c'est contribuer à la sélection et la négociation de cibles de croissance externe et à l'intégration. Puisque l'on sait que le track record de façon générale n'est pas très bon. La croissance externe, il y a 80% des cas où ça ne marche pas. Le taux d'échec des acquisitions, donc la croissance externe est extrêmement élevé, la destruction de valeur liée aux acquisitions est, dans le monde corporate de façon générale, c'est extrêmement risqué la croissance externe. Donc une des sources de valeur ajoutée du Private Equity c'est qu'ils savent comment faire et que le taux d'échec de la croissance externe dans le Private Equity est beaucoup beaucoup plus bas. Ils sont plus intelligents pour savoir quoi acheter pour ne pas surpayer et comment intégrer. Et pour le reste, ce qu'ils font beaucoup, c'est quand même de plus en plus sélectionner les trois projets clés qui vont

bouger le curseur et on met l'énergie là-dessus, avec des ressources externes qui sont soit fournies par le fonds, soit qui seront puisés auprès de consultants.

b. Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?

L'impact négatif, je dirais là, c'est qu'on est trop hands-on. C'est quand on prend la place du management, ça peut mal se passer. C'est quand on croit qu'on sait et au lieu de poser des questions, on croit qu'on connaît mieux les réponses et qu'on change pas le management et qu'on essaie de le faire à sa place. Ça arrive qu'on attende trop longtemps. Dans le monde du Private Equity aux Etats-Unis, ils disent que le jour où tu te demandes si tu as le bon management, tu aurais dû le changer hier. Si un jour tu te poses la question, c'est déjà trop tard. C'est la version extrême. Mais c'est pour dire qu'il faut une relation de confiance absolue et il faut les laisser faire. Quand on met trop de levier et donc qu'on coupe trop les ressources pour investir et penser à l'avenir.

c. Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?

C'est clair que les GP qui ont un modèle très Consulting ont tendance à être un peu plus performants que les Investment Bankers. Mais pour être honnête, c'est souvent un mix des 2 dans les équipes. L'exemple le plus frappant, c'est Bain Capital qui n'engage que des consultants. Et on voit qu'ils ont quand même, notamment en 2008 quand il a fallu gérer les boîtes pour les désendetter, pour faire en sorte qu'elles ne meurent pas et qu'on puisse refinancer le mur de dettes qui étaient là et qui arrivent à échéance 3-4 ans plus tard. La plupart des grands fonds de PE ont réussi à faire ça, ceux qui ont quand même le mieux réussi sont ceux qui ont aidé les management teams. Ils ont arrêté d'investir pendant 2 ans ils se sont occupé des boîtes. Et les gens qui avaient des backgrounds de consultance plus que des banquiers, ont eu tendance à faire ça un peu mieux que les autres.

On sait qu'investir en temps de crise peut mener à de meilleurs rendements. Si on regarde 2008 par exemple. En temps de crise, c'est vrai mais pas de tout de suite, il faut attendre que la poussière retombe un peu et puis après il faut effectivement redémarrer. Ce qui se passe, c'est que les levées de fonds sont très procycliques. La performance est bonne, tout le monde veut faire du Private Equity, donc on lève des fonds. Par exemple maintenant, les statistiques de levées de fonds sont aux plus hauts historiques. Quand le cycle se retourne, la dette est un peu moins disponible, il y a une crise de liquidités. Le problème c'est que ça se produit brutalement et on peut plus s'endetter. Il faudrait à ce moment là acheter les actifs pas chers. Le problème c'est que les LP, eux gèrent des portefeuilles où quand on pense, dans un portefeuille de fonds, il y a quand même un levier important, c'est à dire que l'on prend des engagements. Si demain matin tous les fonds appelaient les engagements des LPS, on aurait des fonds de pension qui tomberaient en faillite. Ils sont incapables de sortir le cash pour satisfaire à tous les appels de fonds demain matin. Et donc ce qui se passe quand il y a une crise comme ça, les GP ne vendent plus tellement d'actifs, ils se disent que ce n'est pas le moment de vendre, c'est le moment d'acheter. Et donc il n'y a plus de distribution mais il y a des appels de fonds: bah oui il faut acheter des actifs maintenant, il faut pas en vendre. Donc là pour le moment, tout le monde est très content parce qu'il y a plus de distributions que d'appels de fonds et donc il vaut mieux être vendeur net qu'acheteur net. Tout le monde est content, on prend plus en plus de commitment, l'argent rentre, les autres touchent leurs carried et ils achètent leur Ferrari et tout ça et leur maison dans les Hamptons, et il y en a pleins qui vont en retraite à 35 ans. Et puis la crise frappe. Le problème c'est que les LPs disent: mon CF l'année prochaine, c'est maximum ça et si vous voulez qu'on continue à vous financer dans les cycles prochains, vous arrêtez d'investir pendant un moment ou en tout cas vous faites en sorte qu'on ne doive pas vendre nos actifs liquides de façon trop accélérée pour satisfaire les appels de fonds parce que sinon on a un vrai problème. Et donc en 2008 c'est ce qui s'est passé, ils sont tous des gros buyers de fonds, les GPs, ils sont dans l'Advisory Board, ils ont soufflé dans l'oreille de leurs gars: *"On va avoir des problèmes de liquidités si vous tirez trop et les appels de fonds vont baisser."* En fait, les appels de fonds ont été très corrélés avec les distributions, et donc les

distributions ont diminué et les appels de fonds ont diminué. Parce qu'il ne faut pas créer de problèmes de cash flows à nos clients. Mais bon, à un moment donné tout ça se corrige et puis ça repart et on voit très bien que les vintage, probablement 2008-2009 ce n'était pas encore terrible. Ceux qui ont réussi à investir là, qui avaient un first time fund, très bien, mais les autres, ils sont repartis mais ils sont repartis un peu plus tard.

C'est un problème que nous on n'a pas, parce que nous on n'a pas de leviers, pas de buyers de fonds externe et donc on attend la correction. Pour le moment, on se plaint que tout est trop cher etc., et comme nous on n'a pas de raisons de faire tourner les portefeuilles, on n'a pas ce phénomène de génération liquide. On n'a pas besoin de faire tourner, donc nous on est jamais vendeur net même si on quand même beaucoup vendu finalement et on a accumulé du cash. Et on attend un peu que ça se calme. Parce que le minoritaire est en compétition avec la dette et quand la dette n'est pas chère, c'est compliqué de faire du return pour nous.

Donc influencé par le background, certainement. Des consultants mais aussi une spécialisation sectorielle. Il y a de plus en plus de fonds qui choisissent des verticaux et qui développent des compétences sectorielles ça ça influence leur capacité à gagner les deals dans ce secteur-là, parce qu'ils ont un discours plus pertinent et ils sont capables d'agir plus vite au bon endroit.

d. Which measures do you implement to align the interests of the investee companies' management teams with your own (thereby reducing the agency costs/problems)? How does this contribute to improving the performance?

Donc les mesures d'alignement des intérêts c'est vraiment super important. Les acquisitions d'actions, les bonus, il faut d'essayer de les rendre aussi long terme que possible. Et de faire en sorte que le management team partage les problèmes. Il y a un certain nombre d'industries, que j'appelle les industries star system. L'exemple typique c'est le foot. Dans la chaîne de valeur, qui gagne de l'argent? Les joueurs. Toutes les industries où il y a un star system, l'Asset Management c'est un peu le cas aussi, qui gagne de l'argent dans la chaîne de valeur des fonds? C'est l'équipe de foot. Et l'équipe de foot ne perd pas d'argent quand leurs investissements ne sont pas bons, ils continuent à toucher leur management fees. Bon, ils risquent de ne pas lever le fonds suivant. Et donc en terme de qui encaisse les coûts quand les choses se retournent, dans la banque d'investissement c'est la même chose: les traders, les actionnaires des banques d'investissement, quand les choses vont super bien ils paient des bonus, et quand les choses vont super mal, leurs actions baissent. Donc, l'alignement d'intérêts, c'est essentiel. Dans l'industrie l'alignement n'est pas terrible et la création de valeur est de façon disproportionnée dans les mains de certaines catégories d'intervenants. Et donc il faut essayer de contrebalancer ça au maximum. Dans quelle mesure ça contribue à la performance? Si c'est bien conçu, ça donne des gens qui sont engagés à 100% dans ce qu'ils font et c'est ça qui fait la différence. Même si quand on regarde les études sur la motivation des gens, la clé c'est rarement la compensation. Il y a pas mal de bouquins sur la motivation qui montrent que c'est surtout donner du sens à ce qu'on fait, avoir l'impression d'être un expert, la maîtrise de son, purpose mastery et alors très important, l'autonomie, d'avoir l'impression d'être à la manoeuvre soi-même. Et c'est seulement après que la condition nécessaire c'est fair compensation mais ce n'est pas une condition suffisante de la motivation. Dans tout ça, le problème c'est que la notion de fair est montée très. Dans le monde du PE, on se compare aux autres. Et comme on est dans un monde où on a mis en place une transparence très forte sur tout ce qui est compensation, la notion de fairness c'est l'alignement sur le plus haut.

e. Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?

Il y a des cas où c'est la cas pour des entreprises familiales, mais il y en a où c'est l'inverse. C'est celles qui se vendent au Private Equity, celles qui abandonnent le contrôle, sont celles où effectivement la famille n'a pas réussi à trouver la sauce secrète et n'a pas réussi à

mettre en place une gouvernance professionnelle. Mais ça, ce ne sont pas celles qui nous intéressent nous. Effectivement, celles qui tendent à arriver dans les mains du Private Equity, ce sont effectivement des boîtes où il y a un peu plus de travail. Je crois que pour le Private Equity, c'est vrai, pour nous ce n'est pas vrai mais c'est parce qu'on n'a pas les mêmes cibles. Nous, on cherche justement des cibles qui ne veulent pas lâcher le contrôle.

Généralement, quand la boîte a été gérée par un fonds de PE, on dit souvent qu'il ne reste plus beaucoup de gras, les *low hanging fruits* sont partis, tandis que quand c'est une boîte qui était soit une société familiale où la gouvernance n'a pas bien fonctionné, soit une société qui était dans un groupe plus grand qui était un peu orpheline. Ça ce sont généralement des endroits où il y a beaucoup de choses à faire pour améliorer les choses rapidement et dans les sociétés cotées ça permet de changer les priorités et de réinvestir. D'avoir l'oeil fixé sur la rentabilité à moyen terme plutôt que la rentabilité du trimestre. Nous on conseille aux entreprises cotées de ne jamais donner de guidance, de faire comme si le marché n'existait pas. C'est la meilleure façon de gérer une boîte, il faut remplir ses obligations légales quand on est cotée, mais pas plus. C'est ce qu'on croit nous.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

Absolument, on a des sessions régulières. Et dans la plupart des sociétés d'investissement, il y a des portfolio reviews régulières où on fait cet exercice: qu'est-ce qui a bien marché, qu'est-ce qui n'a pas marché, qu'est-ce qu'il faut prendre comme mesures? Et en plus on a cette idée de comme on peut très bien détenir un actif éternellement, il faut quand même toujours se poser la question: est-ce que si on devait investir aujourd'hui, on investirait? Chaque jour on prend la décision de rester, donc c'est une décision en soi et il faut l'évaluer de temps en temps.

Donc, monitoring de performance: absolument et nous, dans notre cas, on se pose la question: est-ce que la thèse d'investissement est toujours là, est-ce que la différenciation est toujours là, est-ce que les conditions ont changé? Et si on pense qu'il n'y a plus de thèse d'investissement, on se met dans un mode de rechercher une transition et une vente. Mais tant qu'il y a une thèse, tant qu'on parvienne à renouveler, on peut rester.

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

Généralement ce qu'on fait, on partage notre analyse avec le management et avec le Board et c'est par ce biais-là qu'on essaie de déclencher des actions. C'est sûr que quand les gens sont majoritaires, généralement sous-performance égale changement du management dans 90% des cas. Soit ils le décident dès le début, mais je dirais que très souvent les premiers signes de sous-performance, le management a très souvent entre 6 mois et 1 an pour corriger le tir, pas plus.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

Evidemment nous on pense que la création de valeur sur le long terme est meilleure s'il n'y a pas trop de rotations au niveau de l'ownership. Le changement d'ownership c'est quand même une distraction pour le management. On voit presque toujours un tout petit affaiblissement des performances de la boîte quand il y a un changement d'actionnaires. C'est une distraction. Je pense que la stabilité est bonne pour la performance de la société. Maintenant, pour la performance de portefeuille, c'est clair que la rotation des actifs favorise le TRI, elle favorise carried, elle favorise les fonds PE. Il y a là 2 tendances contradictoires.

Le flip side d'être sur le long terme de pouvoir engager des actions à plus long terme, c'est que si on pense qu'on a le temps, le sentiment d'urgence peut être moins fort et on peut être moins sur la balle quand on n'a pas la pression du temps. C'est pour ça qu'il faut trouver un équilibre et c'est pour ça que nous on est passé à un système où on revisite les thèses d'investissement régulièrement et on remet la pression là où il faut régulièrement. Même s'il n'y a pas de changement d'actionnariat, il faut une pression sur la performance. Et là les

incentives peuvent évidemment aider à ça. On doit fonctionner avec un sentiment d'urgence, parce que sinon on a tendance à remettre au lendemain.

Si on met beaucoup d'actions en place, il y a moins de croissance au futur, d'accord. Mais ce sont des vases communicants: si on a déjà délivré la croissance, c'est un multiple plus bas mais sur un EBITDA plus grand. Mais globalement, il vaut quand même toujours mieux vendre des perspectives de croissance suffisantes. Le meilleur équilibre, c'est qu'il doit rester de la crème pour l'acheteur. Sinon, le multiple s'ajuste trop fort et pour finir on est perdant. Et ce qui se passe c'est qu'on peut avoir d'autres acheteurs. C'est vrai que dans une période où les leviers sont vraiment très importants, ce qui peut arriver c'est qu'une boîte plafonne en termes de croissance et là elle devient une cash cow. Et à ce moment là, dans un environnement où on peut mettre 5 ou 6 tours de dettes, ces boîtes-là ont des multiples très élevées. Parce qu'elles permettent de soutenir ces multiples très élevés. Ça dépend de l'environnement, mais aujourd'hui une cash cow, elle part à 10-12 fois l'EBITDA, parce qu'il y a 6 tours de dette dedans. Mais si au cycle suivant, la même boîte, et les multiples de dettes que les banques sont prêtes à donner passent de 6 à 3, du coup le multiple s'ajuste d'un peu plus de 3 tours. Donc la même boîte, son EBITDA n'a pas bougé, mais on la revend à 6-7 fois en bas de cycle. Ça peut faire mal.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

Nous, on ne le fait pas. On n'a pas d'experts internes, mais c'est de plus en plus courant dans les boîtes d'investissement. Et la spécialisation, elle est de plus en plus fréquente même si il y en a assez peu qui se spécialisent sur des verticaux très étroits. Parce que ça c'est dangereux, parce qu'on peut avoir des longues périodes où le secteur sur lequel on se spécialise n'est en fait pas très intéressant et donc on ne délivre pas de returns. Et donc les fonds de PE typiquement se définissent des verticaux et ils en ont typiquement 3. Pour éviter de se contraindre trop. Ils les définissent de façon assez large, pour ne pas s'enfermer. Mais oui, il y a une spécialisation croissante des équipes et des gestionnaires, c'est clairement une tendance du marché, parce que ça permet d'être plus efficace post-investissement et avant aussi, de pouvoir gagner des deals plus facilement.

On voit très bien que dans les fonds de PE, ça reste quand même beaucoup des profils Finance, Consulting et toute la question c'est quel rôle on donne aux Operating Partners et on constate quand même beaucoup plus de rotations dans les Operating Partners. Parce que c'est quand même les deals makers qui ont les gros morceaux des economics. Et donc on n'est pas encore arrivé, ou en tout cas il y a très peu de fonds où les Operating Partners ont une part des economics qui soit équilibrée on va dire. Très souvent, ils sont quand même des partenaires de seconde zone et donc il y a plus de rotations, parce qu'ils sont frustrés. Mais donc ça veut dire quand même qu'il y a beaucoup plus d'expertise opérationnelle. En moyenne ces 10 dernières années, l'expertise opérationnelle dans les équipes de PE a clairement augmenté. Il y a beaucoup plus d'ingénieurs, beaucoup plus de gens qui ont fait de la Supply Chain, de l'expertise en marketing, les ventes, bref toutes les fonctions clés de l'entreprise sont de plus en plus représentées dans les équipes.

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

Est-ce qu'ils jouent un rôle dans la sélection? Comme je disais, c'est un facteur de différenciation on day one. C'est une question d'être crédible, d'avoir un dialogue instruit avec son interlocuteur, avec le management team. C'est important, on doit donner le prix, le bon prix au vendeur, mais on doit aussi convaincre le management team qu'on est le bon partenaire, parce que si le lendemain de l'investissement, toute l'équipe s'en va ou s'il y a trop de rotations, trop d'instabilité, c'est très compliqué de continuer à délivrer. Donc on a besoin de stabilité dans la boîte, et donc il faut convaincre le management team qu'on est le bon actionnaire pour eux. Même si c'est pas eux les vendeurs.

Dans les LBOs qui sont à répétition, le management a beaucoup d'influence. Aussi parce qu'ils sont actionnaires eux-mêmes et qu'ils vont réinvestir dans le nouveau, très souvent ils font du *rollover*, ils réinvestissent très souvent. Et c'est souvent une requête de l'acheteur, c'est que le management réinvestisse une partie significative de son incentive de la fois d'avant. Les meilleurs cas, ce sont les cas où le management augmente son ownership à chaque tour. Il banque un peu, il réinvestit, il augmente son actionnariat.

De plus en plus on voit les operating teams se développer. Qu'est-ce qu'ils font: soit on des gens qui sont en interne qui sont sur le payroll du fonds. Ça je pense que c'est un modèle qui est compliqué à faire fonctionner parce qu'on a rarement toute la palette des expertises. Et il y a là dedans un élément qui est je pense un peu marketing, c'est plus dire avant l'investissement, avoir l'air plus expert et ça aide l'origination, ils doivent intervenir avant. Parce que certainement ça permet de poser des questions plus intelligentes, plus rapides, d'être plus vite sur la balle, d'apparaître comme un partenaire plus utile. Je pense que les sociétés où ça fonctionne le mieux, où ça a le plus d'impacts sont quand même celles qui externalisent l'essentiel de ce travail-là. Ils ont plutôt un petit groupe d'Operating Partners dont le rôle est essentiellement de discuter avec le management pour l'identification des projets qui ont le plus de chances de faire bouger le curseur et de mobiliser en externe des ressources importantes très vite sur ces projets qui ont le plus d'impact sur l'EBITDA. Ça doit être des catalyseurs et des gestionnaires de projets, mais c'est project based et limité dans le temps. Ce ne sont pas des gens qui viennent dans la boîte et qui commencent à la cogérer, c'est des gens qui sont presque des consultants externes qui savent: OK c'est tel projet, c'est tel problème, dans ce problème-là, les sociétés de consultance qui sont les plus pointus et qui vont vraiment savoir bouger le curseur tout de suite, c'est celui-là, celui-là, celui-là. Donc ils ont le réseau et ils les mobilisent. En plus, comme ils sont des bons clients, ils ont généralement des bons prix et donc ils peuvent très rapidement, de manière chirurgicale, résoudre ce problème-là. Ça peut être n'importe quoi où le management est le nez dans le guidon et il n'a pas le temps de s'en occuper. C'est généralement ça qui se passe et le management sait très bien ce qu'il faut faire mais il est au four et au moulin et c'est toujours remis à plus tard. Dans les entreprises, on a tendance à passer son temps sur ce qui est urgent, que ce soit important ou pas important. Le problème c'est qu'on passe jamais le temps sur ce qui est important mais pas urgent. Ce que eux peuvent faire, c'est de s'occuper des choses importantes mais pas urgentes et s'occuper tout de suite. Nous ont fait assez peu ça, mais c'est probablement un des points de développement pour un minoritaire. Le problème de ça c'est que quand on est majoritaire, on peut dire tel ou tel au management. En tant que minoritaire, on se met d'accord sur la capacité d'imposer, on ne peut jamais imposer, mais la tendance du management à vous écouter est beaucoup plus forte quand vous êtes majoritaire que quand vous êtes minoritaire. Nous on a un rôle d'influence, mais quand on est majoritaire, si le gars de PE dit qu'on se met d'accord et qu'on fait ce projet là, et bien le management fait. Typiquement, un chef de famille qui gère sa boîte depuis 25 ans, qui veut rester en place et qui a moins l'habitude d'écouter, c'est plus compliqué à faire passer. Il y a certainement des choses qu'on devrait faire beaucoup plus.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

C'est clair que les performances des fonds majoritaires sont supérieures à celles des fonds minoritaires, en moyenne. Quelle partie de ça est expliquée par le levier, je vous laisse résoudre cette question, mais une bonne partie c'est le levier. Une autre partie c'est quand même effectivement la capacité du majoritaire à engager des actions plus rapidement que quand on est minoritaire. Nous, quand on doit changer un management team, ça nous prend du temps, quand le majoritaire est là, ça lui prend 2 semaines.

b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger “ticket” for your fund)?

Je pense que ça a l'influence dans le sens où on a tendance à passer plus de temps sur les gros et à y mettre ses meilleurs éléments.

c. Pre-buyout performance of the company?

La qualité de l'actif, pour nous c'est essentiel. On n'est pas dans du turnaround. Mais bon, il y a des fonds qui font du turnaround qui font ça très bien. Souvent, ce qu'ils disent c'est que ce sont des *undermanaged assets*. Dans ces cas-là, la performance pré-investissement est importante: plus elle est mauvaise, mieux c'est, en plus elle est moins chère. Pour autant que fondamentalement ce soit un actif qu'il y a moyen de redresser. Mais dans la plupart des cas, les fonds essaient d'acheter des boîtes qui vont bien, qui sont fondamentalement de bonne qualité, donc la performance antérieure en théorie doit être bonne. C'est aussi une façon de reconnaître que leur capacité à améliorer l'actif est limitée. Ils ont autre chose à foutre.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

Dans le meilleur des cas, elle continue à aller bien si on a bien fait notre job. Dans notre cas, si on est bon, ce n'est pas toujours le cas. Normalement, on vend quand on pense qu'il n'y a plus de thèse d'investissement pour nous ou qu'on n'est plus le meilleur actionnaire. Alors ça peut être que c'est une boîte qui doit aller en Bourse, ça devient liquide donc on vend ou on ne vend pas. Et elle peut continuer à aller très bien, elle a un actionnaire différent avec un coût du capital plus bas. La Bourse a un coût du capital plus bas que nous, mais donc à un moment donné, c'est peut-être mieux pour l'entreprise de basculer vers des actionnaires qui coûtent moins cher. Il n'y a pas de réponse universelle à ça. Mais quand même l'objectif que tout le monde a, c'est que les boîtes qu'on vend, elles continuent à aller bien parce que sinon plus personne ne vous achèterait rien. Sinon, si il y a une perception que toutes les boîtes qu'ils vendent, c'est quand tout le jus est parti, du coup on voit apparaître un discount sur les offres qu'on vous remet pour les boîtes que vous vendez et ce n'est pas intéressant. Tout le monde a intérêt à ce que les boîtes continuent à aller bien, sans compter tous les éléments qui sont de plus en plus importants. Il y a quand même la notion de responsabilité sociale qui est de plus en plus présente, y compris dans les fonds de Private Equity. On ne vend pas un produit, on vend un actif avec des gens, avec tout un écosystème autour. Il y a quand même une responsabilité vis à vis des employés, de toute une série de gens qui dépendent de cette entreprise. On ne peut pas se permettre de les brader ou de compromettre leur avenir.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

- a. Improvement of the company through your own actions?**
- b. Evolution of the market and its multiples;**
- c. Leverage impact of the debt;**

Dans le marché, pour les fonds de LBO, typiquement le deleverage fait un tiers de la performance grosso modo, et le reste c'est l'amélioration du business. Donc eux aussi doivent choisir des bonnes boîtes. Les multiples sont conjoncturels, et le business, c'est là où ils peuvent avoir un impact. Chaque groupe de Private Equity approche ça de façon différente. C'est vrai qu'il y a beaucoup de marketing autour de ça. Parce que les Limited Partners, les investisseurs sont séduits par l'idée que ce n'est pas juste le levier qui fait la performance. Moi je reste convaincu que c'est le management qui fait la performance et donc, quand on voit le principal levier d'intervention des fonds, c'est de changer le management, on fait du build-up, et ça c'est vraiment les 2 leviers principaux: M&A et fondamentalement modification des équipes de gestion.

Je pense que le leverage c'est un truc comme 30%. Je n'ai pas d'idée très quantitative, mais si je devais fixer un chiffre, je dirais 10%, un truc comme ça. Et ceux qui sont peut être un peu plus hands on, qui sont majoritaires, peut-être que dans le meilleur des cas il peuvent aller à 20%, mais pas beaucoup plus. Donc c'est bien, mais c'est pas 80%. Je crois qu'on est au pic, je ne vois pas ce qu'on peut faire de tellement plus. Je dis toujours: dans les années '60, il y avait les conglomérats et c'était cette idée que le quartier général pouvait, un peu comme General Electric qui détient une série de business, est capable d'avoir un input dans chacun d'eux qui soit une valeur ajoutée. Il suffit de voir la performance des conglomérats, ça fonctionne sur certaines dimensions et quand on voit les quelques conglomérats qui ont réussi, ils sont venus sur quoi? Ils sont venus sur ce que font les fonds de Private Equity. Jack Welch, à quoi il passait son temps, même si sa réputation a quand même baissé par rapport à ce qu'elle était il y a une vingtaine d'années, mais les leaders emblématiques des conglomérats qui ont réussi passaient leur temps sur la gestion des talents et sur les acquisitions et en fait les arbitrages entre les business units qui avaient de l'avenir et celles qui en avaient moins. C'est en fait l'allocation du capital, c'est ce que fait un fonds de PE. Et alors ils faisaient beaucoup de monitoring, ils avaient un contrôle central sur des mesures de performance très pointues: c'est quoi exactement le *return on capital employed* de chacun de ses business et comment on alloue le capital centralement entre les différents business et le faire de façon efficace. C'est ça qui faisait la performance. Et fondamentalement, les fonds de PE c'est pas très différent sauf que, c'est un modèle de gouvernance différent et un modèle de financement différent.

Et donc mon point c'est: si les fonds de PE vont trop loin dans l'interventionnisme dans les boîtes, ils vont rencontrer les mêmes problèmes que les conglomérats qui ont échoué. Ce sont ceux qui se sont occupés un peu trop de leurs boîtes et qui ont en fait un sentiment de perte d'autonomie dans les différentes unités du conglomérat qui faisait que l'engagement des gens baissait et que les meilleurs talents. Et on a beau augmenter leur salaire, les gars ne performant pas mieux et les meilleurs vont faire autre chose.

Donc a) c'est 10-20% je dirais, c) le leverage, j'ai en tête que c'est probablement $\frac{1}{3}$ et donc b) marché, multiples c'est le reste. Mais dans marché et multiples, il y a là-dedans le management. Et le management est pour moi le facteur clé, c'est à dire qu'un bon management dans un mauvais marché peut faire très très bien. Et donc 10-20-30 et la différence au milieu, où le management est le facteur clé.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

C'est un des trucs où les fonds de PE sont mieux que le marché, c'est qu'ils parviennent à faire des M&A qui en moyenne sont meilleurs et mieux intégrés. Je dirais que dans les organiques, c'est surtout HR et peut-être les projets ici et là, c'est difficile à chiffrer. L'organique reste quand même moins que le M&A.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Le pourcentage du temps c'est typiquement 30%, grosso modo 1/3 de l'énergie et du time sheet, c'est vraiment l'origination et j'ai tendance à dire ce serait mieux si c'était un peu plus. Parce que la performance elle se fait là, beaucoup, dans la sélection. Dans l'accès et 30% c'est l'exécution: le gagner et l'exécuter, le monter, mettre en place le levier, tout ce que font les fonds de PE dans l'exécution. Le sourcing est un élément de différenciation. L'exécution: *commodity business*, tout le monde sait le faire. Et puis le post-investment, c'est le monitoring et improving, c'est 30%. Mais dans cette part-là, je pense que le monitoring c'est probablement 20% et improving 10%. En fait, ce qu'on dit toujours, c'est que les points qu'on peut améliorer, si on les a repérés, il faut s'en occuper les 6 ou les 12 premiers mois et après il faut être hands off. Si on doit s'occuper d'un actif énormément, c'est qu'il n'est pas très bon. Il faut lancer les projets, mettre les ressources externes, les faire aboutir et puis on se

retire, on laisse le truc, dans le meilleur des cas, évoluer et on vend. Si cette période là est trop longue ou trop intense, ça consomme trop de ressources et ça vous empêche de faire ça. Il ne faut vraiment pas passer trop de temps dans la boîte. Parce qu'aussi, si on a une perception que la société est trop dépendante de son actionnaire, quand on dit qu'on va en changer, alors qu'est-ce qui va se passer avec ce que vous faites pour cette boîte, est-ce que ça va s'arrêter? Il faut que la boîte soit autonome pour qu'on puisse la vendre. Que toutes les ressources soient en interne et qu'elles partent avec l'actif.

Arthur: L'histoire de Core Equity, c'est quatre partenaires de Bain Capital qui ont quitté Bain Capital, qui se disaient que le PE c'était vraiment des outils qu'ils aimaient beaucoup, particulièrement les outils Bain Capital donc diligence commerciale intense, soutien du management actif, les outils du private equity classiques qui sont management incentives etc. Ça ils voulaient garder, mais ils trouvaient qu'il y avait certaines contraintes qui les gênaient, particulièrement deux donc ils voulaient faire quelque chose de plus flexible. Les deux contraintes qui les ennuyaient c'était:

1) La durée de vie du fonds. Le fait d'être obligés de rendre l'argent aux investisseurs assez rapidement. Donc ils se sont dit, on va faire un fonds en enlevant cette contrainte, on va faire un fonds long terme. La façon dont on est structuré, on est un fonds qui a une durée de vie de 15 ans et si on veut, on peut aller à notre Board et ajouter un an plus un an, donc effectivement on a une durée de vie de 17 ans. Dans 17 ans, les investisseurs sont sûrs qu'ils recevront leur argent.

2) La deuxième flexibilité qu'ils voulaient pouvoir avoir c'était de pouvoir concentrer leurs investissements dans quelques sociétés ou secteurs qu'ils connaissaient et qu'ils aimaient bien. Si tu veux, un fonds classique, tu as une limite normalement de 10 ou 15% maximum que tu peux me mettre dans un seul investissement. Nous on n'a pas ça, on n'a pas de concentration limit. Donc si on veut on pourrait tout mettre sur un deal, ce qu'on ne va pas faire. La stratégie du fonds c'est faire 4 ou 5 deals, avec un peu plus d'un milliard qui est committed dans l'equity, donc des chèques qui font environ 200 millions d'euros.

Ça c'est l'idée de Core Equity et des 4 Partners de Bain Capital. On a commencé il y a deux ans et aujourd'hui on est 20 personnes: 15 en investissements et 5-6 personnes en support.

Augustin: Combien de deals est-ce que vous avez déjà fait?

Arthur: On a fait deux deals, que tu peux trouver sur notre site web. Le premier s'appelle ID Verde, c'est les rois de l'entretien et la création d'espaces verts en Europe. Je dis les rois parce que c'est les numéro 1. En gros c'est des jardiniers, c'est la façon avec laquelle il faut les voir, mais ils travaillent uniquement pour des très gros projets, que ce soit des entreprises, des grosses entreprises privées, soit des communautés ou des communes ou des gouvernements etc. Ils font aussi les clubs de football. Pour eux c'est surtout les grands jardins et l'idée c'est vraiment une thèse de consolidation parce que t'es le numéro 1 en Europe aujourd'hui avec en tout cas moins 5% de parts de marché. C'est un secteur qui n'est pas évident en termes de rentabilité parce qu'ils vendent du temps humain et donc les marges du secteur sont à environ 5% d'EBIT, ce qui n'est pas beaucoup par rapport à d'autres deals qu'on regarde mais c'est un secteur hyper résilient parce que même pendant la crise l'herbe elle continue à pousser, donc tu dois continuer à entretenir les jardins. Et de 2, c'est un secteur où tu as des vraies économies d'échelle parce que tous tes équipements, imagine les gros tracteurs pour entretenir ces jardins, si tu en achètes un tous les 3 ans ou si tu en achètes 5 par mois, tu ne paies pas le même prix. Ça c'est la thèse ID Verde. Là pour l'instant ils sont en France et en Angleterre, plus ou moins 60/40% en terme de chiffre d'affaires, mais on regarde déjà des potentielles cibles au Benelux, en Scandinavie etc. C'est complètement un buy-and-build, comme Portman, le deuxième deal qu'on a fait. Ça on l'a signé en janvier on l'a fermé en mars et alors que Portman on l'a signé il y a deux semaines et on pense le fermer fin août je dirais. Portman ce sont les dentistes et l'idée c'est aussi de consolider. Tu vois si tu réfléchis, c'est pas la même chose en terme de chiffre d'affaires, mais tu as 90 practices sur 11 600, ta part de marché, même en Angleterre, elle est minuscule. Alors tu peux segmenter le marché, tu peux dire "toi tu n'es que sur le privé etc." c'est même pas 1%. Mais bon c'est pour ça que c'est beau. Mais il y a d'autres plateformes un peu plus grosses mais qui sont plus en public et qui pour différentes raisons marchent moins bien.

Augustin: Mais du coup si vous faites que quatre ou cinq ou que vous ne visez que quatre ou cinq deals, le fonds a 17 ans de vie, est-ce que vous allez relancer rapidement un second fonds? Ou est-ce que vous allez vous concentrer à aider vraiment les entreprises dans lesquelles vous avez investi?

Arthur: C'est une très bonne question. Je pense que la réponse est "on verra bien". Si on peut, on va lancer un second fonds si ça se passe bien et qu'on a des bons track records. Je crois que ce qui va se passer naturellement, c'est qu'une partie de l'équipe ici va venir aider les sociétés qu'on a en portefeuille et l'autre partie va se concentrer sur lever un nouveau fonds et recommencer la machine. Ça c'est ce qu'on pense, mais c'est pas sûr, on ne sait pas parce ce qu'on est un nouvel organisme, on est une nouvelle structure et il y a encore beaucoup d'inconnues.

Laurent: Quand tu dis qu'il y a une partie qui va aller vers les entreprises, ce sont plus les ex-consultants qui vont aller aider?

Arthur: Oui et non parce que, si je suis très concret, si on regarde on a plus de consultants que de banquiers. Si tu regardes le premier deal, Jimmy Piron passe beaucoup de temps avec eux alors que c'est un ex-banquier Goldman Sachs, parce qu'il s'est occupé du financement et après il s'est occupé du closing. C'est lui qui était beaucoup en contact avec le CFO et naturellement il est rentré dans l'engrenage. Donc il s'occupe avec eux, un peu améliorer leur reporting etc. Il passe pas mal de temps. Après, ceux qui les aident sur les M&A, c'est Karim (qui vient de Bain Capital) et Nico (qui a fait du conseil et du Private Equity). Je ne suis pas sûr que ce soit une corrélation parfaite, c'est un peu un peu en fonction des affinités, des idées et si tu es proche du deal ou pas, plus que ton background.

Nous, la façon dont on regarde, en plus de juste savoir si on va faire de l'argent sur l'equity et de regarder la qualité du business, qualité de l'industrie etc., nous c'est particulier, mais on essaie de se dire: "Est-ce qu'il y a des leviers long terme que les autres ne peuvent pas underwriter? Est-ce qu'il y a des choses que tu peux faire à 10 ans que les autres peuvent pas faire à 5 ans?" Par exemple, peut-être que rentrer dans un nouveau pays, une autre fonds de Private Equity n'a pas envie de le faire parce qu'on se dit au début ça va pas me rapporter d'argent, ça va me coûter beaucoup en investissement etc., ça va faire plutôt tanguer mon EBITDA les 2 premières années, peut-être que ça va rapporter quelque chose. Mais nous à 10 ans, on se dit que si l'EBITDA baisse un peu au début, on s'en fout parce que nous ce qui compte c'est à 10 ans les returns. Donc on essaie de trouver des deals où être un acteur long terme à plus d'intérêt qu'être un acteur court terme. Donc ça c'est un des critères d'investissement très particulier de Core Equity. Il y a d'autres exemples, un business de software ou si tu passes de vendre un produit à vendre un service, la de services tu vas vendre un abonnement si tu veux. Disons que tu vends un jeu FIFA à 70 euros et tu dis: "Je vais arrêter de vendre jeux à 70 euros, je vais vendre l'abonnement à 30 euros par mois." Au début, ton chiffre d'affaires et ton EBITDA vont tanguer. Parce qu'au lieu de recevoir 70, tu vas recevoir 30. Par contre, tu as des mecs qui vont rester ad vitam aeternam à payer 30 ou pendant 10 ou 15 ans. Donc avoir ce changement de business model à long terme nous on peut le faire, pour des Private Equity à court terme ce serait plus dur. Investir massivement R&D ou investir massivement dans des Capex pour faire des usines, je crois qu'on est peut-être mieux placé à le faire en tant qu'investisseurs long terme.

Laurent: Quand vous approchez les cibles, est-ce que vous voyez qu'elles ont une préférence pour des fonds à plus longue durée que des fonds classiques, qui ont une durée de 5 ans parce que c'est plus long terme?

Arthur: La cible, est-ce que c'est l'équipe de management ou est-ce que c'est l'actionnaire? En général, la plupart du temps ce n'est pas la même chose. Aujourd'hui dans les transactions que nous on regarde en upper midcap, la plupart c'est des fonds qui vendent. Donc le management team, parfois il a 5,10,15% mais rarement il a 50% ou plus de la boîte. Les fonds sont assez agnostiques. Leur but est de trouver l'acheteur qui paye le plus, soyons honnêtes. Parfois, si c'est une famille, ils disent qu'ils préfèrent quelqu'un qui va prendre soin de la boîte et la faire grandir sur 10 ans que quelqu'un de Private Equity classique. On a beaucoup entendu ça quand a parlé à des familles, finalement quand on est rentré dans le process, on s'est rendu compte que c'est finalement celui qui paie le plus qui récupère la boîte.

Par contre, l'équipe de management qui a vraiment une importance dans la transaction, si on a deux offres qui sont proches, parce que souvent on est dans un univers hyper compétitif et ça se joue à pas grand chose. Et là le management a une vraie importance. Et là il y a vraiment différents types. La plupart des managers préfèrent un actionnaire patient, supportif, long terme, où ils ne doivent pas vendre leur business tous les 2-3 ans etc. et de l'expérience qu'on commence à avoir en 2 ans, je pense que c'est la majorité. Mais tu as aussi les vétérans du Private Equity où une boîte en Belgique, c'est la 8ème fois qu'elle est vendue de Private Equity à Private Equity tous les deux ans. Ces mecs là ils nous le disent, le seul truc qui les intéresse c'est d'avoir un paycheck dans 2 ans, d'avoir un management package et de s'acheter un chalet à Verbier plus gros et un fonds long terme qui va les payer peut-être dans 5 ans un dividend recap et le management package dans 10 ans, ça les intéresse pas du tout. Donc c'est clivant, ça marche bien je dirais dans la majorité des cas. Mais parfois ça nous exclut, mais c'est pas grave il y a tellement d'opportunités dans le marché. Dans les boîtes qu'on regarde, c'est dur de mettre un chiffre mais je dirais entre 200 et 300 boîtes qu'on peut racheter qui passent par an et on en a fait 2 cette année, on est content. On va peut-être en faire une troisième et encore je suis même pas sûr. Donc si sur les 200-300, peut être même 400, tu es exclus d'un tiers, c'est pas grave. Si ça te donne un avantage sur deux tiers à la limite c'est mieux.

Ce qui compte pour nous quand on regarde un deal, c'est de savoir quel va être le return sur notre equity. Il y a deux métriques principales qui sont connues. La première c'est ce qu'on appelle cash on cash et MoM. Je mets 100 d'equity, dans x années quand je vais sortir, combien est-ce que je vais faire sur mon equity et ça ça prend en compte les dividendes intermédiaires. C'est aussi simple que je mets 100 aujourd'hui, je récupère 500 dans 5 ans, j'ai fait fois 5, donc le MoM est de 5. La deuxième métrique qui est le MoM mais juste un peu plus intelligente, elle prend compte du temps. C'est ce qu'on appelle l'IRR. C'est de dire si je mets 100 et que je récupère 500 dans 5 ans ou 500 dans 10 ans, c'est pas la même chose. Je préfère récupérer 500 dans 5 ans parce que mon return interne est beaucoup plus élevé. Un deal de private equity classique, en tout cas à la belle époque, on visait après ça dépend du profil de risque évidemment, plus le deal est risqué, plus tu vas vouloir un IRR élevé pour faire le deal. Le classique c'était viser 20% de return, c'est de dire sur 5 ans on va viser 20% en IRR. Si tu regardes, c'est quasi deux fois et demie de MoM sur cinq ans, sur 10 ans 20% c'est presque fois 6. Si tu fais un dividende intermédiaire, c'est plutôt fois 5 et demi. Donc c'est ça quand on regarde un deal le critère pour nous c'est, est-ce qu'on peut avoir un business plan, est-ce qu'on peut faire tourner un modèle où on essaie de faire 20% de return. C'est LE critère principal. D'autres fonds regardent si ils sont sûrs qu'avec les fondamentaux il peuvent faire fois 2 sur 5 ans, 15% d'IRR. C'est une façon de faire. Nous on regarde pas mal le final outcome, si les choses se passent mal, c'est quoi notre return, si les choses se passent très bien, l'upside case, c'est quoi nos returns. Après ce que ça veut dire dans le détail, ça veut dire que tu vas essayer de faire un business plan de la boîte, tu vas regarder croissance de marché, prix, volume, est-ce que tu peux garder ta market share, est-ce que tu peux améliorer la marge? Tout ce que tu essaies de comprendre c'est: ça va être quoi ma croissance de mon EBITDA et après aussi quel est mon multiple d'EBITDA que je peux appliquer là-dessus. Aujourd'hui j'achète une boîte à un multiple d'EBITDA 10x parce qu'elle n'est que dans un pays, elle n'a pas une très belle croissance récente et que le

management est moyen est-ce que, dans 10 ans si cette boîte paneuropéenne, elle a une superbe croissance, elle a une bonne équipe de management team, je peux la vendre 12 ou 13x. Tout ça ce sont les paramètres qu'on va faire rentrer dans notre modèle, mais le but c'est que le modèle à la fin te dise j'arrive à 20% de return ou plus. En fait, la façon avec laquelle on marche c'est un peu contre intuitif mais c'est le prix qu'on peut mettre à l'entrée est déterminé par le business plan. Donc on fait le business de la boîte sur 10 ans. On va essayer de faire un exercice un peu théorique de se dire combien cette boîte peut valoir dans 10 ans si on fait une exit, que ce soit une IPO, une vente à un stratégique ou un Private Equity, et après on discount ça à 20%, et ça c'est le prix. Tu regardes quels quantum de dettes tu peux avoir, et là tu arrives l'equity que tu peux mettre et donc au prix que tu peux payer à l'entrée. Donc c'est un peu un exercice, tu fais d'abord le futur pour voir quel prix je peux mettre au début. On met 20% pour discount. Après, si c'est un deal hyper résilient où tu penses qu'il peut rien se passer, que tu as un bon final outcome positif, mais t'as pas envie de mettre dans ton base case parce que le final outcome c'est peut-être que le fondateur de la boîte concurrente va mourir et donc on peut la racheter mais on n'en sait rien, peut-être que tu pas peux aux Etats-Unis mais c'est très difficile à diligencer, peut-être que là on va dire OK on peut le pricer à 16 ou 17% parce qu'on est hyper sûr qu'il ne peut rien se passer. A l'inverse par exemple vous avez entendu qu'on a regardé HEMA, qui était un deal très risqué: des choses bien et des choses pas bien parce qu'il avait une grosse dette portable, donc tu avais un gros endettement financier. Et en plus la façon de la plus plupart des retailers, c'est qu'on appelle de l'operating leverage, ils ont de très faibles marges et des coûts fixes énormes, les coûts fixes c'est les magasins, ton personnel etc. Si ton trafic dans tes magasins baisse un tout petit peu, le cash que le magasin fait diminue très fortement. En plus de ça avec un gros endettement, tu peux tout perdre très rapidement. Par contre inversement, l'inverse est vrai aussi, si ça marche bien et que le trafic dans un magasin augmente un petit peu, ton cash augmente énormément et comme tu n'as pas mis beaucoup d'equity au début parce que tu as beaucoup de dette, tu peux faire un deal incroyable. Là-dessus, sur un deal comme HEMA, on aurait demandé beaucoup plus de return dans notre business plan que 20%.

Laurent: Et le hurdle rate de vos investisseurs, il est à combien?

Arthur: C'est une bonne question. Alors, la façon avec laquelle les economics du fonds, je ne peux pas vraiment vous les donner comment nous on est rémunéré, mais la façon avec laquelle on est rémunéré c'est comme tous les fonds: on a un management fee et un carried interest. Normalement, et je vais dire les fonds de Private Equity classiques, ils prennent 2% de management fees sur l'argent committed, donc si vous avez un milliard, ils prennent 20 millions chaque année et ils prennent 20% de carried, ça c'est sur la performance. Si il y a un milliard et qu'à la fin il y en a 5, tu as 4 milliards de performance et tu prends 20% de ça, ça fait 800 millions, les 800 millions vont dans la poche du GP. Ça c'est la façon à laquelle les fonds classiques fonctionnent. Nous on a un hurdle qui n'est pas élevé, single digit, avant lequel on touche rien, mais au dessus duquel on touche plus que ces 20%. C'est comme ça que ça marche.

Laurent: Donc si vous vous performez juste le hurdle rate, vous touchez 0 en carried.

Arthur: Exactement. Donc, comment est-ce qu'on mesure la performance? Evidemment tu vas traquer tous les metrics de ton business plan, donc souvent les chiffres qu'on regarde c'est EBITDA, on préfère encore un chiffre EBITDA - Capex - Net Working Capital, parce que ça se rapproche plus du cash et ce qui compte c'est le cash. Si tu as un business qui a un bel EBITDA mais qu'il y a beaucoup de Capex, c'est pas top. C'est le cash que génère le business qui compte, mais avant la structure de capital, avant avant les dettes etc.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

Je pense que ça dépend vachement des fonds de Private Equity. Tu prends les extrêmes, qui sont des fonds vautours qui rentrent dans des boîtes qui sont en faillite ou qui rentrent par la dette dans les boîtes et qui rachètent des boîtes qui fonctionnent plus et les turnaround, et tu as les fonds à l'autre extrême, qui paient hyper cher pour des super belles boîtes, mais qui les aident et ils les supportent. Je crois qu'on est plus ou moins au milieu, je crois qu'on est peut-être même plutôt content de payer un peu plus cher des belles boîtes qu'on se voit bien garder 10 ans. Parce que tu peux payer un peu plus cher et amortir ton multiple d'entrée sur 10 ans. Est-ce qu'on a un impact sur les boîtes, je pense que oui clairement. Déjà, on a un impact fort sur les returns, parce qu'on est capable de lever beaucoup plus de dette que les autres et comme le coût de la dette est beaucoup plus faible que ton coût d'equity, 20% on en a parlé, le coût de la dette en fonction du quantum que tu laisses, c'est 6-7-8%. Plus tu arrives à lever de dette, plus tu auras un bon return sur ton equity si les choses se passent bien, si tu performs au-dessus du coût de ta dette. Donc déjà ça ça a clairement un impact sur le return. Tu peux argumenter que ça a un impact négatif sur la boîte parce que tu contractes beaucoup de dette, donc tu vas passer beaucoup du cash de la boîte à servir les intérêts de cette dette là. La contrepartie c'est qu'on arrive à avoir en plus une Capex facilities, c'est à dire une ligne de dette en plus que tu peux faire quand tu veux faire des investissements, typiquement racheter des practices pour les dentistes, parce que c'est ce qu'on va faire. Ça c'est un avantage mais par contre ce qu'ils vont devoir payer en intérêts est vraiment hyper élevé. Pour le développement pur de la boîte, c'est peut-être moins bon. Si tu dis je vais juste regarder l'Enterprise Value, pour le return sur l'equity c'est meilleur. Notre impact à nous, opérationnel, l'idée de Core Equity c'était quand même, comme on va passer 10 ans avec les boîtes, c'est d'avoir une vraie valeur post-acq. Donc les Partners, sur les quatre partenaires ou même 5 si tu prends Garry qui ne vient pas de Bain Capital mais qui est aussi partenaire, il y en a 2 qui viennent de la partie deals et trois autres qui viennent de la partie post-acq. On veut être impliqué, mais le modèle c'est le management team gère la boîte et nous on vient les aider quand on estime qu'il faut ou quand ils nous demandent de l'aide. Mais c'est vraiment l'idée de active shareholder, le but c'est vraiment de les aider mais pas d'être le management à la place du management.

Laurent: C'est vous qui décidez du management, ou bien vous gardez le management en place?

Arthur: On a tout pouvoir de décider ce qui est de le management, mais ça coûte cher parce que quand tu fais le deal avec eux, tu leur donnes un management package. Si le deal fonctionne bien, si le deal fait fois 5, eux ils font fois 30, fois 40 sur leur investissement. Mais si tu veux les enlever, tu vas devoir payer, ça va te coûter cher. C'est comme si Chelsea change de leur entraîneur de foot, ça va leur coûter cher mais ils peuvent le faire. Nous c'est la même idée, c'est que à la base on fait un partenariat avec le management, on investit en eux, eux nous font confiance, si on pense à un moment que ça ne va pas, on peut changer mais ça coûte cher. Et donc avoir un management solide en place, c'est vachement important et c'est un critère d'investissement.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

a. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

Sur l'equity je suis certain, en termes de croissance de la boîte pures, comme on en parlait il y a la contrainte de la dette. Je pense que dans notre cas on a une vraie valeur ajoutée pour les sociétés. Je pense que c'est aussi pour ça qu'ils veulent venir avec nous. Nous on a un vrai réseau paneuropéen qu'ils n'ont pas. Donc on a toutes les boutiques de M&A avec qui on va discuter pour essayer de faire des rachats, dans les deux c'est des thèses de consolidation, donc on va clairement les aider à faire ça. Même en terme de réflexion stratégique, approche opérationnelle, on a les vraies compétences pour le faire. Je pense qu'on a un vrai avantage en terme de build-up, donc en termes de M&A, en termes stratégiques et même en termes d'implémentation opérationnelle quand ils ont des questions. On est vachement early days et c'est peut-être un peu prétentieux de dire ça mais je crois qu'on va vraiment les aider.

En termes de comparaison, tu as un business plan et c'est la croissance de marché et ta part de marché, donc par définition là tu vas dire que si ton marché croît à 5% et que toi tu crois à 4%, tu perds de la part de marché. Si ton marché croît à 5 et toi à 6, tu en gagnes. Donc oui à ce niveau là dans le sens où en général, les boîtes qu'on a racheté on estime toujours qu'on a gagné de la part de marché, parce qu'on est des meilleurs opérateurs que le marché. Alors tu vas comparer s'ils atteignent leur business plan à ce niveau là.

Donc indirectement oui ce n'est pas la métrique qu'on regarde directement mais nous on va regarder où on se situe par rapport à notre business plan. Et après nos investisseurs regardent comment performe le fonds, donc c'est quoi l'IRR du fonds par rapport aux IRR des compétiteurs.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

a. Which actions improve the performance the most according to you? Why?

A priori ce n'est pas le but de changer le management ou de tout restructurer, mais quand il faut il faut. Ça s'est fait, quand tu regardes le track record de l'équipe, ils ont fait parfois des gros restructurings parce qu'ils ont racheté des gros business et certains qui n'ont pas été successful. D'ailleurs le track record de l'équipe ici il est hyper impressionnant. Mais il y a un deal qui n'a pas été bon, c'est Ideal Standard qu'ils ont acheté et qui sont des mecs qui font les toilettes et les lavabos etc. et qu'ils ont racheté en faisant un carve-out d'American Standard en 2007-2008 juste avant la crise. C'est un business d'énormes coûts fixes parce que ces énormes fours pour faire ces toilettes et ces lavabos, c'est difficile de les éteindre. Quand est-ce que tu vends des toilettes et des lavabos, quand tu fais des nouvelles constructions et quand il y a la crise de 2009 combien de nouvelles constructions il y a? Zéro! Et là tu as un vrai problème. Donc ils ont dû fermer des usines, rajouter de la dette, rajouter de l'equity, finalement ça n'a pas très bien marché mais *heavy restructuring, when you need to do it, you do it*. Mais ce n'est pas le base case. Alors qu'est ce qu'on fait. On les aide en terme de structuration, donc en termes de quelle entité légale vous allez avoir, typiquement Luxembourg etc. pour optimiser d'un point de vue taxes. On les aide pour lever de la dette, le plus possible le moins cher possible. La partie vraiment purement financière. Après tu vas les aider pour sortir des dividendes des choses comme ça, tu les aides à mettre en place leurs incentives, ça tu négocies avec eux, dans le monde public on parle de stock-options, dans le monde privé on parle de management package. Après sur le business lui-même, nous on a fait une diligence, on a une vision du business au moment où le rachète, on va la communiquer avec eux, on va la partager avec eux, par exemple stratégiquement nos buts avec cette boîte de dentistes qu'on a racheté, c'est vraiment d'aller en Europe. Et donc on va les aider pour ça, on va les aider à identifier les cibles et on va les aider à racheter ces cibles pour les aider à faire la diligence des cibles, avoir le bon prix, est-ce que

c'est la bonne cible et comment est-ce qu'on exécute. Même l'exécution on la fait avec eux, pour aller jusqu'au signing, pour lever de la dette pour cette cible etc. S'ils ont des projets plus opérationnels de type ils veulent faire un projet pricing, ils veulent faire un projet pour augmenter l'utilisation des practices pour qu'il y ait plus d'heures d'ouverture etc., là on aura une implication qui est plus ou moins forte. Initialement c'est eux qui le font, peut-être qu'ils prennent des consultants, des McKinsey, des Bain ou autres. Et là nous on a plus un rôle de dire: on pense que c'est là que vous devez investir vos ressources, ça vaut autant, peut-être qu'ils ont besoin d'un montant de Capex de X millions. On est d'accord ou on n'est pas d'accord, mais on ne va pas aller le faire à leur place. Faire appel à des consultants ou à nous, c'est vraiment une question de savoir c'est quoi le coût d'opportunité. Si j'ai une plus grosse valeur ajoutée, c'est mieux de m'envoyer moi si j'ai rien d'autre à faire, sinon c'est mieux d'envoyer un Bain ou un McKinsey.

b) Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?

La dette ça a un effet risque en tout cas. Je pense qu'on va peut-être pousser un peu plus les boîtes, on va peut-être les pousser un peu plus et donc prendre plus de risques. On n'est pas la boîte qui va faire du cost-cutting extrême, il y en a qui le font, ce qui augmente ton cash aujourd'hui mais peut-être tue ta croissance à long terme. Nous c'est plutôt l'inverse, on va surinvestir sur le R&D, sur une nouvelle usine machin pour avoir de la croissance à long terme. A ce niveau-là, il y a pas mal de fonds où ça peut être le cas mais nous je pense que ce n'est pas trop le cas. C'est aussi lié au fait qu'on choisit des boîtes qui fonctionnent bien à la base.

c) Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)? C'est sûr, bien sûr. Dans le sens où le GP va vouloir investir dans des secteurs qu'il connaît, le fait qu'on a fait ce deal Portman c'est aussi parce que Marc Wouters, qui est le principal qui a fait le deal qui était chez Bain Cap avant, il a regardé les vétérinaires pendant hyper longtemps et c'est la même logique de consolidation. C'est la même chose qui s'est passé avec une super consolidation hyper rapide. Et c'est aussi pour ça qu'on a été vers ça parce que c'est ce que tu connais.

Pour savoir si les ex-banquiers vont plus faire du M&A et les ex-consultants plus des améliorations organiques, je pense qu'il faut distinguer deux types de M&A. Tu vas mettre A et B qui ont quasi la même taille ensemble, quand Inbev rachètent Anheuser Busch à 52 milliards, AB ils ne sont pas beaucoup plus petits qu'Inbev, tu mets vraiment deux mastodontes ensemble. Nous ici, quand on fait du M&A, on va acheter des boîtes qui font un 20ème ou un 15ème de notre taille. Portman ça fait environ 20 millions d'EBITDA de pounds, mais les plus grosses targets qu'on regarde, elles sont 1 million, 1,5 million, 2 million. C'est plus du buy-and-build que du vrai M&A transformatif. Peut-être que l'on serait moins à l'aise dans du pur M&A qui rachète. Par exemple, y a un deal qui vient de se faire, un fonds a mis ensemble 2 boîtes qui font des conveyor belts et des power belts en caoutchouc, là les 2 avaient plus ou moins la même taille. Et peut-être que dans ce fonds, c'est plus c'est plus des banquiers mais ça je n'en sais rien. Ex-consultant, ex-banquier, c'est intéressant comme distinction, mais très vite la culture du fonds est plus importante que ça. Dans le sens où mes Partners, ils ont peut-être passé 2 ans ou 3 ans ou 4 ans, je n'en sais rien en conseil, mais ça fait 15 ans qu'ils sont chez Bain Cap. Donc évidemment le DNA Bain Cap est beaucoup plus important que ce qu'ils ont fait avant. Mais le DNA Bain Cap est plus un DNA consultant qu'un DNA banquier. Je crois que t'as un deuxième dérivatif qui est que beaucoup de gens qui entrent dans un fonds restent dans ce fonds. Il faut comprendre les DNA d'un fonds duquel on vient et bien savoir si ça c'est ex-banquier ou ex-consultant. Un Blackstone ou un KKR c'est vrai que c'est beaucoup plus des banquiers. Il y a des différences.

d) Le management package, on le fait systématiquement et c'est une chose que tout le monde fait. Le management package, la façon avec laquelle ça fonctionne, c'est exactement comme le carried, sauf que tu vas peut-être changer un peu les taux. Mais nous par exemple sur le deal qu'on a fait, on a un hurdle de 10% et au-dessus de 10% le management package a droit à x% de la performance. Il y en a un autre au-dessus de 25%, ça c'est si on fait un deal incroyable. Le management a également une (petite) part, c'est limite encore plus important. Ça dépend des deals, mais par exemple dans celui qu'on a fait c'est vachement important, parce qu'on rachète à un fondateur. Il y avait un petit fonds de Private Equity, il y avait le CEO, il y avait sa famille qui avaient chacun $\frac{1}{3}$ pour dire les choses simples. Evidemment, quand tu fais ça, tu te demandes pourquoi le mec et sa famille vendent, est-ce qu'il y a quelque chose dans le business que t'as pas vu, est-ce qu'ils sont en train de se survendre etc. Donc c'est vachement important que lui roll ou réinvestisse beaucoup dans le nouvel equity, ce qui était le cas de notre deal et ce qu'on a aimé. Donc évidemment le réinvestissement, ce qu'on appelle *pari passu*, ça veut dire à condition égale, donc si le fonds fait fois 5, ils font fois 5, si le fonds fait fois 2, ils font fois 2, si le fonds perd son argent, ils perdent leur argent. C'est vachement attractif si on veut faire ça en plus du carried quand on fait des deals. Je peux dire à Portman, je vais investir, je vais mettre 1 000 euros 10 000 euros dans Portman et si Portman fait fois 5, moi je fais fois 5 sur mes 10 000 euros. Ce qui est cool, parce que faire 20% de return, regarde ton compte en banque ou même en Bourse, la Bourse en moyenne sur les 100 dernières années, c'est 6-7%, plutôt 6 voire 5,5 moins impôts, les taxes sur les dividendes, c'est pas mal de faire 20% par an. Alors 20% par an, c'est un high case, mais même si tu fais 12%, t'es content. Donc, réinvestissement, management package, ils ont un salaire classique mais qui d'habitude est pas incroyable, market value et ils ont des bonus dans certains cas mais qui non plus sont pas incroyables. Ce n'est pas là qu'ils gagnent vraiment de l'argent. Ils gagnent vraiment de l'argent sur les 2 premiers. S'ils n'ont pas d'argent, c'est difficile d'investir beaucoup, donc c'est le management package, s'ils ont beaucoup d'argent alors c'est les 2.

Laurent: Vous co-investissez beaucoup avec d'autres fonds ou avec des acteurs stratégiques?

Arthur: On pourrait. Pour l'instant on n'en a pas eu besoin parce que les deux premiers deals qu'on a fait, ils étaient plutôt en dessous de la limite: le premier on a mis environ 110 millions d'equity, le deuxième on va mettre environ 150. Comme je t'ai dit au début qu'on voulait faire environ 200 millions par deal, sur les 2 on est en-dessous. Mais bon c'est normal je crois que c'est plus facile de commencer plus petit que de commencer plus gros. Donc on n'a pas eu besoin mais on ne serait pas contre. Si on a un gros deal où on n'est pas confortable parce que le chèque total c'est 400 millions et qu'on a que envie de mettre 250, et bien on peut trouver quelqu'un. Disons si nous on met 250, le management met 50 et les 100 derniers, on peut le donner à quelqu'un. Mais alors nous on a la contrainte et c'est pas facile, qu'il faudrait qu'on trouve quelqu'un qui soit aussi patient que nous. Parce que la plupart des fonds de Private Equity, ils veulent sortir après 5 ans et ça, nous ça ne nous intéresse pas. Donc il faudrait soit les family offices, soit les Canadiens tous ces fonds de pension etc. Bon, il y a pas mal de gens, il y a pas mal de capital patient, mais ce serait difficile d'aller co-investir à côté de Bain Capital ou à côté de KKR, Blackstone, CVC etc., parce qu'ils voudront sortir plus vite que nous. On cherche quand même toujours à être majoritaire, notre stratégie c'est qu'on veut avoir le contrôle. On peut imaginer un truc où on commence à 40% et on devient majoritaire avec les deals, mais dès le début on devrait avoir des clauses où on a le contrôle. On ne veut pas du tout être minoritaire.

e) La réponse est oui bien sûr, c'est évident. Il y a tellement de fonds de Private Equity différents, des actifs, des pas actifs, des gros, des petits, il y en a des majoritaire ou des minoritaire, il y en a qui aiment bien payer cher pour des bons business, etc. Et donc ça dépend à qui tu rachètes. En général tu te dis que les fonds de Private Equity ils ont déjà activé certains leviers. Mais bon, aujourd'hui la plupart des transactions c'est de Private Equity à Private Equity, c'est le marché. En général, tu aimes bien racheter à quelqu'un

d'autre, tu aimes bien te dire si j'ai racheté un family-owned business ou je vais faire un carve-out d'une boîte stratégique, là tu te dis qu'il y a pas mal de leviers à activer. Souvent cette notion de ce qu'on appelle *corporate orphan*, des espèces de boîtes dans lesquelles on n'a pas assez investi. La différence entre être managers N-3 d'un grand groupe, t'as un gentil petit salaire fixe, c'est facile, il ne se passe pas grand chose et tu n'as pas beaucoup de pouvoir de décision, de ça passer à CEO de la même business unit mais qui est standalone pour un Private Equity, où tu as un management package, les economics n'ont rien à voir. Tu peux gagner 100 fois plus dans le deuxième truc, et alors tu peux attirer des talents qui sont 100 fois meilleurs. Donc en général, dans ces cas là, souvent le management ne reste pas. Ce n'est pas juste les economics du salaire, c'est aussi le fait que tu auras de l'attention du Private Equity qui veut que ça marche parce que c'est un de ses deals et il en n'a pas tellement, tu auras le capital pour que ça marche etc. Donc, je dirais que si je devais les ranker, en général si tu peux faire un carve-out c'est là où tu dis qu'il y a le plus de trucs à faire. Il y a pas mal de family business, mais les family business c'est hyper variable, il y en a qui sont super bien gérés, super bien optimisés, les mecs c'est leur passion et ils passent toute la journée dans leur usine à essayer d'améliorer les trucs, il y en a d'autres c'est juste le fils de papa qui a hérité du business et il est con comme ses pieds. En général, si c'est ça, tu n'arrives pas dans la taille où nous on est. C'est très rare que le fils de papa débile il a un business qui fasse 50 millions d'EBITDA, parce qu'il l'a planté avant ou il l'a vendu avant. Ce serait génial mais c'est très rare que ça existe. Et les fonds de Private Equity, ça dépend un peu, il y en a qui optimisent plus que d'autres. Et les boîtes publiques, c'est pas facile, nous on essaie d'éviter parce que c'est très compliqué d'un point de vue légal, c'est hyper compliqué et ça peut coûter des avions de chasse en avocats etc. Et Bain Capital a eu des mauvaises expériences, à chaque fois qu'ils ont essayé ça a foiré et ils se sont retrouvés avec des millions et des millions en frais d'avocats Et donc nous un peu le critère c'est: s'il n'y a pas un actionnaire majoritaire ou que tu peux utiliser alors non. Surtout aujourd'hui avec les valorisations des marchés publics qui sont hyper élevées. Mais ce n'est pas d'un point de vue opérationnel, c'est juste d'un point de vue légal financier, c'est hyper compliqué à delister.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

La réponse est oui. On a Board meetings tous les mois plus au moins, en tout cas des business updates. C'est une bonne question. Donc essaie de comprendre toujours pourquoi, ce qui explique les chiffres, tu essaies de savoir d'où ça vient, est-ce que c'est structurel, est-ce que c'est un one off, il y a eu le feu dans mon usine, mais on a réparé le feu et c'est bon ou alors est-ce que j'ai perdu un gros client, ça veut dire quoi. On essaie de comprendre la performance et voir si c'est important ou pas et après toutes les mesures sont possibles. Ça va de taper sur les doigts du management si ça ne va un peu pas bien à on va faire rentrer des consultants parce qu'on pense qu'il y a vraiment des choses à faire à on va aller s'impliquer dans le business et on va peut-être changer l'équipe de management. Il y a différentes gradations de réponses possibles en fonction de à quel point tu penses que c'est grave et structurel. Mais donc on a des Board meetings tous les mois, si pas plus. Surtout au début, une fois que la relation s'installe, les deux comprennent comment ça travaille, tu fais confiance à ton équipe de management. Si il se passe un truc, ils vont t'appeler. Donc oui c'est très fréquent, c'est le but. Maintenant c'est particulier parce qu'on est dans une période de closing, mais pour l'instant je suis en contact tous les jours avec le CFO du business qu'on a racheté. Ce sont des e-mails et des machins, mais tu as toujours pleins de trucs à faire, c'est tous des petits éléments, ce n'est pas des Board meetings, mais oui on est en contact vraiment fréquent. Je pense pas que ça sera comme ça dans 6 mois, mais c'est parce que c'est une période un peu particulière.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

Il y a pas mal d'études qui ont été faites là-dessus. Evidemment, nous on pense que le plus long le mieux. Mathématiquement, au plus court, au mieux ton IRR. Si tu as le même cash on cash, le même MoM, plus tu arrives à le faire rapidement, mieux c'est. D'ailleurs il y a certains fonds dont Bain Cap dont ils sont très proches, ils en parlent beaucoup ou maintenant encore plus qu'avant, le lendemain du jour où ils ont closer, tu as une équipe post acquisition de cinq mecs qui débarquent dans la boîte et qui savent déjà exactement ce qu'ils vont faire. Le but c'est de sortir en 18 mois, ce modèle là existe. Nous on pense qu'il y a une vraie valeur à être patients et accompagner les boîtes, et qu'il y a certaines boîtes qui peuvent profiter de ça. Je pense qu'il y a une partie de la réponse qui est: tu sélectionnes en amont les boîtes qui peuvent utiliser de manière profitable et intéressante un capital patient, c'est un des critères d'investissement. Si c'est pas le cas, alors peut-être qu'un fonds de Private Equity qui va le plus vite possible est mieux pour cette boîte. Si il y a vraiment des leviers long terme, alors tu es peut-être mieux d'aller avec quelqu'un qui est patient. Je pense que dans tous les cas, faire un deal c'est hyper coûteux et pas juste en terme de fric et de fees du management ou de fees d'advisor, je peux vous donner des chiffres, mais c'est aussi le temps du management, notre temps à nous, passer à mettre en place des trucs qui n'ont pas de valeur pour le business: c'est mettre en place des structures légales afin de faire en sorte que les taxes soient bien faites, que tu peux récupérer la TVA, que l'argent est au bon endroit au bon moment, tous des trucs qui fine pour le business ne servent à rien. Et donc ça c'était une des idées de Core Equity, de dire n'importe quel business: 10 c'est mieux que 5 et 5 parce que ce qui se passe au milieu, où l'équipe de management doit passer son temps à rentrer des fonds, à créer leur business plan, il faut payer une banque d'investissement, il faut payer les buy-side et sell-side advisors, mais c'est immense les fees. Un fees, nous quand on fait des estimations de fees, on pense qu'on paye 4 à 5% de l'Entreprise Value en fees. Donc sur un deal de 300 millions, on paye 20 millions de fees. Tu te rends compte que c'est 15-20 millions d'euros qui vont principalement pour le financement, donc lever de la dette, ça ça coûte très cher. Et puis après c'est les avocats de financement, les Bain&Co, les surveys, et puis les avocats pour le management package, et puis des trucs d'assurance dont on a besoin. Et ça c'est vraiment sunk cost, c'est de l'argent qui ne sert à rien. Tu peux limite argumenter qu'un refinancing tu en auras plus ou moins besoin, parce que la dette a une durée de vie maximum de sept ans, donc à un moment tu dois lever de la nouvelle dette. De toute façon, tu vas vouloir parce que tu vas vouloir lever plus de dette, et comme ta boîte a grandi, tu peux lever plus de dette sur un plus gros EBITDA. Donc ça tu vas devoir le faire et tu pourrais limite dire: oui faire une due diligence c'est intéressant, payer Bain&Co pour mieux comprendre mon secteur c'est intéressant. Là je contra-argumenterais que tu aurais mieux fait de leur demander un blueprint strategy que de faire une due diligence. Dites-moi *what can I do above and beyond* plutôt que dire est-ce que la boîte est une bonne boîte. Donc tout ça pour dire que cette friction de achat-vente, c'est clairement une perte de temps et d'argent. Si tu peux éviter ça, là il y a un avantage. Après le désavantage tu peux dire c'est que l'équipe de management est moins motivée, les gens s'essouffent un peu. Tu vois, le fait d'avoir un nouvel ownership, tu peux imaginer n'importe quoi, les mecs sont plus créatifs, ils vont imaginer un autre truc. Toi tu es bon à faire la croissance de la top line; l'owner d'après il est bon à faire les marges, tu es peut-être mieux d'avoir 2 owners qu'un. Il faut savoir être balancé et dialectique. Ça c'est un peu les différents éléments que je prendrais en compte.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

Donc la façon avec laquelle on fonctionne, on est séparé en verticale donc il y a 4 verticales. Il y a une verticale Industrial dans laquelle je suis, une verticale qu'on appelle Business Services, une verticale qu'on appelle Consumer & Retail et une verticale qu'on appelle Healthcare. La différence entre Business Services et Industrial, c'est qu'Industrial tu as des grosses usines. Business Services c'est du B2B où à priori tu n'as pas de Capex ou très peu. ID Verde par exemple, le business de jardinerie c'est un business de services et principalement B2B, on fait très peu de B2C. Portman c'est un Healthcare mais bon moi j'ai bossé vachement sur Portman. Donc ça c'est la façon avec laquelle on source les deals, parce que ce n'est pas mal d'avoir une certaine expertise, parce qu'il y a beaucoup de logique d'industrie qui se ressemblent et des compétiteurs, des industries où tu en as un qui est en amont de l'autre etc. Donc c'est pas mal à ce niveau là pour trier rapidement quand tu vois beaucoup de monde rentrer, après une fois que tu es sur le deal, tu vas devenir spécialiste du deal. Donc que tu aies une affinité avec l'un ou l'autre, ça change pas énormément. Comment est-ce qu'on fait pour faire ça? Donc nous on est séparé comme ça avec à chaque fois un Partner ou deux qui sont plus ou moins spécialisés aussi. On utilise des experts externes, beaucoup, qu'on utilise et qu'on trouve via des réseaux. C'est des mecs que tu appelles et tu dis: *"Je voudrais apprendre le secteur des dentistes en Angleterre."* Et bien il va te trouver des CEO, CFO ou même des dentistes à qui tu peux parler. Tu les payes environ 1000 euros pour une heure de discussion. Tu payes le réseau et le réseau reverse l'argent à l'expert. Et si la discussion se passe bien et que tu trouves le mec bon, tu lui demandes si en fait il ne veut pas travailler pour nous et on te paye un contrat la journée, 1500 euros par jour en fonction de si le mec est bon, senior ou pas et il vient travailler avec nous, si on a besoin de lui 2,3,4 semaines et il vient nous aider pour la transaction. Ça on fait de manière très fréquente. Eux aiment bien ça, nous on aime bien ça parce qu'un mec qui a fait trente ans d'expérience dans l'industrie, c'est une mine d'or d'informations. Tu as beau être intelligent, t'as beau regarder des chiffres et des données, lui il peut te donner plus de flavour et t'orienter, il peut te faire rencontrer des mecs. Et puis quand eux ils prennent leur téléphone pour appeler une équipe de management, ils préfèrent parler un mec qui a des cheveux gris qui connaît l'industrie depuis 30 ans et qui a été l'ancien CEO de qu'à un petit con qui a regardé des données pendant deux semaines. C'est pas mal d'avoir ces mecs là, donc ça on fait beaucoup. Il nous aide à sélectionner, on les emploie, ils nous aident mais c'est nous qui drivons le truc. On leur dit: *"Moi je pense que cette boîte là est excitante, regardons ça ensemble. Voici les questions que je me pose là-dessus, de manière plus ou moins structurée et aide-moi à répondre à ces questions,"* et après moi je prends la décision de OK on continue ou on ne continue pas. Et puis si moi j'ai la recommandation qu'on continue, je vais voir l'Investment Committee.

Augustin: Est-ce que vous faites encore appel à l'expert par après, une fois que vous avez déjà acheté la boîte ou que vous avez votre idée?

Arthur: Tout est possible, on peut. Tu peux même tu peux même envisager un cas où tu le prends en tant que buy-in management. Tu peux te dire: s'il est vraiment bon ben on va essayer de te trouver une position dans la boîte par après, soit au Board si le mec est un peu vieux, cheveux gris et qu'il a pas trop envie de s'impliquer, soit même en tant que management, tout est possible. Quand on regardait cette boîte d'équipement de plomberie en l'Angleterre, l'idée c'était: les trois frères vont se barrer puisqu'ils ont 65 ans, ils ont envie d'aller à la retraite. Il faut une équipe de management pour acheter la boîte, donc il fallait un Chairman et un CEO. Donc là on avait rencontré des mecs qui étaient des experts dans l'industrie et qui potentiellement pouvaient devenir l'équipe de management. Mais ce n'est pas toujours le cas, c'est vraiment au cas par cas. Le cas classique c'est plutôt juste ils t'aident et ils sont payés un transaction fee sur la transaction. Si la transaction se fait, ils ont en général un success fee.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger "ticket" for your fund)?

c. Pre-buyout performance of the company?

Moi je dirais que j'aurais tendance à dire que les fonds majoritaires font de meilleures performances que minoritaires parce qu'ils ont plus de contrôle. Est-ce que c'est vrai que je ne sais pas, je pense que oui mais est-ce que la littérature dit ça? Pour nous c'est difficile à dire du fait qu'on ne fait que du majoritaire. Si on met 60 ou 80%, est-ce qu'on va avoir un meilleur return, non je ne suis pas sûr. J'aurais presque tendance à dire que si on fait 60%, ça veut dire qu'il y a un mec qui a un gros stake et qui est plus motivé encore, et donc le management est plus motivé pour continuer. Je pense que la réponse est: majoritaire c'est probablement mieux que minoritaire, après si tu as 60 ou 80%, je pense que ça ne change rien. Parce que juste les fonds qui veulent prendre le contrôle, ça veut juste dire qu'ils ont les ressources et l'envie de le faire, ce qui est vachement différent. Il y a des fonds qui gèrent plus, voire beaucoup plus qu'un milliard, mais qui sont trois personnes, ils n'ont pas du tout le temps d'aller dans les boîtes, regarder ce qu'ils font, les aider machin, ils veulent juste mettre de l'argent et attendre que ça grandisse. C'est une philosophie différente.

Tu devrais clairement t'investir plus dans un plus gros ticket, mais après tu as une meilleure équipe de management, t'as une boîte plus grosse. Je ne suis pas sûr que si tu fais une corrélation sur la taille du ticket et la performance, tu aies quelque chose. A mon avis c'est agnostique. La question qui est intéressante et ça c'est une question qu'on se pose en interne, c'est: *"Est-ce qu'il vaut mieux passer du temps avec les boîtes qui fonctionnent ou avec les boîtes qui ne fonctionnent pas?"* Et c'est bizarre à dire, mais en général, ce que les fonds font, et Bain Capital c'est un exemple, si tu mets une fois l'equity et que tu as un deal qui fonctionne moyennement. Disons qu'après 3 ans, tu es à une fois ou même à 0,8. Est-ce que c'est mieux d'aller passer du temps avec avec lui etc. pour faire passer ce deal à une fois et demi, ou est-ce que c'est mieux si tu as un deal qui a fait une fois et qui est à 5 fois, qui fonctionne super bien, et que si tu fais rien, tu le laisses continuer il va passer à 6, mais si tu vas encore le pousser, il va passer à 8. Est-ce que c'est mieux d'aller chercher les 2 en plus du deal qui fonctionne bien ou c'est mieux d'aller chercher le 0,5 en plus du deal qui ne fonctionne pas? En fait, la plupart des fonds font le zéro ennemi du deal qui ne fonctionne pas, parce que psychologiquement c'est là que tu te dis que tu as de la valeur, mais en fait en termes d'argent pur, tu gagnerais plus d'argent à aller pousser celui qui fonctionne bien. Mais c'est hyper cynique, parce que ça veut dire presque, que celui qui ne fonctionne pas, tu le laisses crever parce que in fine, entre faire 0,6 fois ou 0,4 fois ou 0,8 fois, ça change pas grand chose, tu perds de l'argent mais pas beaucoup. Mais par contre en poussant le deal qui fonctionne super bien, tu peux faire beaucoup plus. Mais tout le monde réagit comme ça, et les gens perdent plus mal que les gains et donc les gens tendent à investir plus dans les deals qui vont mal. Et alors il y a une partie réputationnelle aussi. Faire un mauvais deal, c'est pas facile en termes de réputation. Donc même si en termes économiques purs, pour le bien du fonds, il faudrait peut-être faire l'inverse. Après tu as toutes les dimensions éthiques, sociales etc.: une boîte qui va vraiment mal, tu risques d'envoyer les mecs dans le mur à la faillite et que les jobs se perdent, c'est normal que tu essaies de sauver le truc. Mais ça c'est une vraie question, c'est un peu philosophique, mais il n'y a pas vraiment de réponse. Mais je crois que si tu regardes, les fonds font la mauvaise décision économique.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

C'est difficile à répondre. Je crois que la vraie réponse c'est: pas trop. Mais tu as sûrement un attachement émotif. C'est des relations humaines, du temps que tu as investi, que tu as passé et en fonction de quel genre d'être humain tu es, t'es plus ou moins attaché à ça ou pas.

Laurent: Une question à laquelle je pense: lorsque vous allez revendre, le plus important pour vous, c'est le prix ou il y a d'autres considérations?

Arthur: C'est le prix mais tu as plusieurs considérations sur le prix. Si 2 acheteurs proposent 95 et 100 et que je connais bien celui qui fait l'offre à 95 mais à peine celui qui m'offre 100, qui je prends? Le mec où je suis sûr qu'il va me payer les 95 ou le mec où peut-être il va me payer 100? C'est pas évident. Déjà ça c'est une considération: certainty. Maintenant souvent dans les enchères, on voit un nouveau type d'investisseurs qui arrive et souvent, potentiellement ils paient plus cher que les autres mais t'as pas envie d'être avec eux. Les mecs sont beaucoup plus lents sur les process et t'es jamais sûr que l'argent va arriver. Ton équipe de management elle a pas envie d'être vendue à ces investisseurs. Et donc ce n'est pas parce qu'ils ont le prix le plus élevé que ce sont les meilleurs pour nous. Ça c'est la considération 1. Et puis tu as des considérations: quand est-ce que l'argent arrive? Si tu vas en Bourse, ça prend du temps de vendre, tu ne peux pas vendre 100% d'un coup en Bourse. Peut-être qu'au début, tu listes 30-40% et puis petit à petit, tu peux sortir mais ça prend du temps. Alors que si tu vends à un Private Equity, tu vends d'un coup. Si tu vends à un trade, il va vouloir pleins d'autres garanties, alors que le Private Equity, les SPA sont hyper clean. Donc tu as pas mal d'autres petites considérations que juste le prix, mais le prix c'est clairement le plus important.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

- a) Improvement of the company through your own actions?
- b) Evolution of the market and its multiples;
- c) Leverage impact of the debt;

	Historical	Future
Improvement of company through own actions	1/4	2/3
Market and multiples	1/2	0
Deleverage	1/4	1/3

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

Il y a plusieurs réponses là-dessus. Ce qui est gai aujourd'hui, c'est que l'option IPO est vachement ouverte. Il y a des moments où il n'y a pas moyen de faire d'IPO, le marché était trop mauvais, post-crise etc. Au plus tu as d'options en finance, au mieux c'est. Aujourd'hui tout est possible, le marché est hyper chaud, il y a plein d'acheteurs potentiels, les gens paient hyper cher. Donc les LBO fonctionnent super bien parce que le coût de la dette est hyper bas et il y a plein de dry powder, le stock market les valuations sont super élevées, y a pleins d'IPO et les stratégiques, ils ont du fric et ils continuent à faire des transactions. Pour l'instant, tout est ouvert et ça c'est très cool pour nous. Est-ce que ce sera le cas dans 10 ans, on verra bien. D'habitude tu te dis que si tu vends à un stratégique, c'est là où tu vends le plus cher parce qu'il va payer avec des synergies en plus. Dans le base case, tu peux dire ça si tu fais une IPO ou si tu vends à un Private Equity, ça dépend vraiment. En général, dans nos modèles, on regarde la façon avec laquelle la technologie qu'on a développée, c'est de se dire: si tu regardes les boîtes qui sont cotées en Bourse et qui ont vraiment le même type de boîte en terme de risques et de return etc., sur 10 ans c'est quoi leur

valorisation moyenne? Et c'est ça qu'on met dans le modèle. C'est comme si tu faisais une IPO et on prend une IPO discount, parce que quand tu fais une IPO, tu as 10, 15, 20% de discount. Donc je pense que la réponse simple, c'est un peu plus si tu as un trade. Nous on peut se mettre le base case de l'IPO, mais il y a pleins de fonds qui ne peuvent pas, parce qu'il faut une certaine taille pour pouvoir faire une IPO. Et si tu rachète un business qui fait 40 ou 50 millions d'EBITDA et que tu arrives à doubler l'EBITDA 100 millions, et bien à 100 millions d'EBITDA tu peux aller en Bourse. Ça dépend des pays. Evidemment on essaie de faire jouer la concurrence pour faire monter le prix, mais là ça devient compliqué. Tu peux faire des dual track, quand tu vends un business tu peux dire que j'essaie de faire une IPO et en même temps je fais un process de vente. Mais nous on a été dans le cas inverse. Il y avait une boîte qui faisait et ton Investment Committee se dit: est-ce que j'ai envie de payer 3 millions ou x millions de fees de due diligence alors qu'il y a une chance que la boîte aille en bourse et que j'ai aucune chance de racheter ce business? Donc est-ce que j'ai envie de demander à Arthur de passer ses 5 prochaines week-ends au bureau parce que ça ça a un coût aussi et au reste de l'équipe aussi. Et j'ai envie de dépenser x centaines de milliers puis millions d'euros en due diligence pour un truc où j'ai peu de chance de gagner? Donc tu risques, en faisant une dual track, qu'il y ait pleins d'investisseurs qui se disent: *"Est-ce que j'ai vraiment envie d'y aller?"* Parce que la façon avec laquelle on l'explique en interne ou on l'explique aux autres c'est que quand tu rentres dans un process, c'est comme un jeu de poker. Tu as les blinds qui arrivent et à chaque fois, est-ce que t'as envie de payer plus pour savoir plus? C'est ça la due diligence. J'ai fait deux jours de boulot, j'ai regardé sur Internet, j'ai peut-être appelé avec un expert, ça m'a coûté 1000 euros. Est-ce que j'ai envie d'investir une semaine en plus de mon temps et peut-être parler à 5 autres experts en plus par rapport à ce que je sais aujourd'hui? Ok, je fais ça, une semaine en plus. Après une semaine je vais en Investment Committee et je leur dis: *"Ok, est-ce que vous avez envie de payer Bain&Co, 300 000 euros, plus 2 personnes qui vont bosser dessus pendant deux semaines?"* OK on y va, on met ça en plus. Et puis, est-ce qu'on a envie de faire une first-round bid? Une first-round bid, ça veut dire quatre personnes dans le bureau qui bossent et puis il faut commencer à préparer les avocats, le SPA et là c'est 1 million, est-ce qu'on a envie de mettre ça? Et c'est là que tu vas voir l'Investment Committee, c'est lui qui décide si tu as envie d'aller au tour suivant. C'est comme au poker, est-ce que tu as envie de payer pour à chaque fois voir la carte d'après. Si tu te dis qu'il y ait une option, c'est que le stratégique qui dans le process, il doit payer des synergies, peut-être que tous les fonds de Private Equity vont se dire qu'ils n'ont pas envie d'y aller. Et donc tu n'as pas un process compétitif. Donc ça c'est le jeu compliqué des banquiers d'investissement, de se dire: si tu n'as pas un level playing field, tu as peut-être des acheteurs potentiels qui vont pas y aller. Tu vas peut-être obtenir un moins bon prix parce que si tu as qu'un seul stratégique dans le process et que tout le monde se dit que c'est ce mec là qui va racheter, tous les autres n'y vont pas, et bien tu vas peut-être pas obtenir le meilleur prix. Il faut arriver à garder cette tension et c'est là où les banquiers sont les meilleurs menteurs, ils te disent: *"Non, ils vont jamais vendre à un stratégique. Ne vous inquiétez pas, la famille veut un long-term holder"* et tu as un stratégique qui est bien caché quelque part et au dernier moment il paye plus cher que tout le monde.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

C'est un mix de beaucoup de choses selon moi. A mon avis on fait un deal le premier jour en achetant la société. Donc je pense que le choix de la société au départ est primordial, le prix payé pour la société au départ est très important aussi, dans le sens que si on surpasse une société, c'est pas bon dès le début et après on essaie pendant des années de transformer une acquisition qu'on a payée trop cher en un bon deal, ce qui est possible, quand les marchés sont positifs ou quand la société se développe bien. Mais je pense que choisir la mauvaise société ou surpayer fortement sont 2 erreurs qui sont difficiles à corriger par la suite. Donc pour moi le a) est très important. Le b) est très important aussi. De nouveau, les gens dans de différentes stratégies auront peut-être des visions différentes, les gens qui ont des stratégies de minoritaires et qui sont des gens probablement plutôt passifs, qui essaient d'influencer tranquillement ou légèrement les sociétés en portefeuille au travers d'une présence aux conseils, ont probablement moins de moyens, moins de leviers pour améliorer la performance des sociétés. A mon avis, il y a quand même dans beaucoup de cas des décisions qu'on prend en tant qu'actionnaire, des décisions stratégiques, des décisions de changement de l'équipe de management, des décisions de renforcement, d'organisation, de professionnalisation qui sont cruciales et qui sont vraiment très importantes pour la valeur créée lors de la période d'investissement. A mon avis, les actions qu'on prend sont forcément très importantes, en prenant de mauvaises décisions on peut faire d'une bonne compagnie une mauvaise compagnie mais c'est pas différent en PE que dans l'industrie. Toute société qui prend les mauvaises décisions en pâtit, et c'est la même chose pour les sociétés que nous possédons. Je pense que les actions sont importantes et les actions sont d'autant plus importantes que dans un système de Private Equity majoritaire, ce qui est notre cas, on a vraiment la possibilité d'avoir un impact vu qu'on contrôle nos sociétés. Donc on a vraiment les moyens et la période de temps nécessaires pour implémenter des choses, ce qui n'est pas toujours le cas dans un contexte coté où on est un actionnaire minoritaire, ou même dans un contexte non coté. Donc je pense que les actions sont primordiales, il faut prendre les bonnes actions et dans le PE, on a typiquement plus les mains libres de prendre ces actions que dans le coté, ce qui à mon avis est une des raisons pour laquelle le PE surperforme par rapport aux investissements cotés, où tout est beaucoup plus lent, et où l'impact de l'actionnaire sur les décisions est beaucoup moins grand.

A mon avis, comme troisième point qui est très important, c'est le management, donc la qualité du management est primordiale. On dit toujours nous ici: mieux vaut une société moyenne avec une bonne équipe de management qu'une bonne société avec une mauvaise équipe de management. Et donc de nouveau, dans le PE on a la liberté assez facilement de mettre en place les structures de management adéquates. Ça ne veut pas spécialement dire remplacer des gens, ça peut être renforcer certains aspects de l'équipe de management, ça peut être changer un CEO. Mais pour moi il est très important que l'équipe de management soit la bonne, en termes de compétences, en termes de fonctionnement entre elle, donc nous passons typiquement beaucoup de temps à valider la qualité des équipes de management. D'une part, la qualité des individus, d'autre part l'alchimie entre les individus et le côté complet ou incomplet des équipes au vu de la stratégie qu'on veut faire. Et les grandes conclusions qu'on a pu tirer, c'est qu'il est très important, le premier jour, d'avoir la bonne équipe en place, donc très rapidement et ne pas attendre, parce que quand on change un management, on se rend compte souvent après qu'on a changé trop tard et que quand on n'a pas la bonne équipe, les choses peuvent aller vite. Donc mettre les bonnes personnes en place, faire ça relativement rapidement et surtout avoir une équipe de management qui a des intérêts alignés aux nôtres et c'est là à mon avis un deuxième grand sujet ou aspect du Private Equity, c'est qu'on a les moyens de mettre en place des

mécanismes de rémunération et d'incentivisation du management qui n'existent pas ou de façon beaucoup moins importante dans le coté. Et ça permet vraiment de réveiller des talents qui dorment, donc souvent des managements qui faisaient déjà un bon boulot, quand ils ont une liberté d'action plus grande parce qu'on met en place des stratégies ambitieuses et quand ils ont des intérêts alignés qui leur permettent de monétiser en grande partie les succès qu'eux implémentent, mais qu'on génère ensemble, c'est quelque chose qui souvent permet de réaliser des choses qui sont pas réalisables dans d'autres contextes. Donc voilà, pour moi les trois grandes choses c'est 1) l'achat le premier jour, ne pas surpayer, 2) prendre les bonnes décisions et rapidement et avoir un alignement complet sur quelles sont les bonnes décisions et puis 3) avoir la bonne équipe de management pour l'implémenter et une équipe qui est bien *incentivised*.

Et puis il y a forcément une quatrième chose. Je pense que le cycle, que la chance joue un rôle dans tout le cours des affaires. Pour nous et pour tout le monde, c'est clair qu'il plus facile de faire un bon deal entre 2015 et 2018 qu'entre 2008 et 2012. Mais bon, les cycles ont toujours été là et c'est quelque chose qui influence fortement forcément le succès ou non d'une opération.

Nous on aime bien faire des transactions où on a une vision très claire sur ce qu'on va faire dès le départ et où on a, on pense une bonne équipe de management ou de bons éléments de management dès le départ. Donc oui, il y a des situations où on ne fait pas de transaction parce qu'on a juste une équipe de management donc on ne partage pas du tout la vision ou il y a un désalignement. Donc de nouveau, c'est vrai qu'en théorie on peut changer l'équipe de management le premier jour, notre stratégie est plutôt d'essayer de s'appuyer sur des bases de management fortes dès le départ. Donc, souvent on renforce des équipes de management ou on on fait parfois des changements, mais si le premier jour, notre assessment est que l'équipe de management n'est pas la bonne ou qu'on ne partage pas du tout la vision stratégique de l'équipe de management, ça peut être des raisons pour lesquelles on ne fait pas de transaction.

Maintenant, cette appréciation-là elle est différente si c'est un secteur ou une société dans laquelle on est très confortable, donc il y a des secteurs où on a beaucoup d'expertise, où on a fait d'autres transactions, donc on est potentiellement plus à l'aise dans ce secteur-là pour amener un nouveau management. Mais de prime abord si dès le premier jour on doit tout changer, ce n'est pas ce quelque chose qu'on fait nous. Maintenant il y a des fonds qui font principalement des MBIs, des LBOs sans équipe de management le premier jour. Nous on fait plutôt du LBO et du MBO, donc on supporte une équipe de management qui est en place dans le cadre d'une transaction. On investit dans la combinaison d'un bon management et d'une bonne entreprise.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

Il faut pas être prétentieux non plus, mais je pense que le LBO a un certain nombre de vertus qui sont bonnes et qui amènent une notion de sens de l'urgence. Donc il y a plein de choses qu'on peut faire rapidement sous LBO et qu'on ne peut pas faire rapidement dans un contexte plus compliqué qui est typiquement un contexte coté ou un contexte minoritaire. Et ça vient simplement du fait qu'en tant qu'actionnaire, on a une liberté d'action totale vu qu'on contrôle la société. La société qui est une société privée également a moins de contraintes de reporting du marché, de quarterly earnings et ce genre de choses-là qui font que dans sociétés sous LBO on peut prendre des mesures qui potentiellement à court terme peuvent être ingrates mais qui à long terme sont les bonnes mesures. Dont on a beaucoup plus de liberté en dehors de Bourse qu'en bourse parce qu'on n'a pas cette contrainte de reporting trimestriel et qu'on n'a pas ce jugement qui fait que le cours de bourse peut chuter de 20% si on prend une décision qui a des conséquences à court terme qui sont néfastes. Donc on a une grande liberté d'action hors de Bourse et je pense que c'est quelque chose de positif. Maintenant, de nouveau, la mauvaise société ou les mauvaises décisions vont se payer de la même façon sous LBO que dans une société cotée et potentiellement, comme la liberté

d'action et les actions prises sous LBO peuvent être beaucoup plus drastiques que ce qu'on ferait dans un contexte minoritaire où il y a une continuité ou dans un contexte coté, les conséquences peuvent être pires. Mais bon, moi je vois plutôt le côté vertueux, je pense que les actions prises sous LBO, sont plus importantes et potentiellement permettent de réaliser des choses plus rapidement, pour autant que ça soit les bonnes décisions. Mais ça c'est un facteur à tous les cadres de sociétés.

a. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

En permanence. On passe beaucoup de temps à analyser le marché. Donc oui, le marché et ses acteurs, au moment de notre due diligence, donc on ne rentre pas dans une société sans avoir fait une analyse précise du secteur, des tendances, de la concurrence, donc ça c'est quelque chose qu'on fait systématiquement à l'entrée. C'est quelque chose forcément qu'on continue à monitorer au cours de notre période de détention. En comprenant bien le secteur et les tendances, on développe un certain nombre paramètres, des KPI clés à l'industrie, et ce sont des choses qu'on suit au quotidien, pas au quotidien mais périodiquement dans nos sociétés. On essaie de mettre en place des mécanismes de reporting et de génération de ces KPIs, de façon à ce que aussi bien le management que nous les actionnaires, on ait les outils pour gérer et suivre au quotidien la performance. C'est clair que benchmarker la performance de notre société avec les autres acteurs, est quelque chose qui est fait de façon continue et qui est très important. Mais je pense que ça c'est pas lié au LBO, tout manager doit se benchmarker à son marché.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Je pense qu'avoir une stratégie claire et une équipe compétente et en ligne pour l'implémenter, c'est ce qui permet des plus grands succès. Donc une bonne stratégie et une bonne équipe pour l'implémenter, ça peut faire déplacer des montagnes. Je pense que la grande valeur qui peut être emballage créée, c'est la croissance organique. Il est important dans toute société, dans tout secteur, d'avoir une société qui est capable de croître et donc d'avoir une société qui va créer de la valeur toute seule. Donc croissance des ventes, stabilité ou augmentation des marges, ce sont les 2 choses, et la génération de cash, ce sont 3 choses clés. Je pense qu'il faut avoir dans toute transaction la conviction qu'on est capable de créer de la valeur de manière organique. Il y a moyen de masquer un manque de création de valeur en faisant du *buy-and-build*, en faisant pleins de choses artificielles, mais pour nous un critère d'investissement important, ce sont des sociétés où il y a véritablement de la croissance organique, donc ventes, EBITDA et cash. C'est la base du LBO et c'est quelque chose que toute société doit avoir. Maintenant on peut accélérer cette croissance en implémentant une nouvelle stratégie ou en renforçant les équipes de management. On peut augmenter la création de valeur en faisant par exemple des stratégies de type *buy-and-build*, donc typiquement nous on essaie d'internationaliser nos sociétés en portefeuille et on essaie de faire des *add-on acquisitions* pour essayer de faire accélérer la croissance. En Europe de l'Ouest qui est notre terrain de jeu, il y a peu de secteurs et de sociétés qui croissent encore *double digit*. Donc c'est bien, c'est sain d'avoir de la croissance organique, mais faire un deal extraordinaire seulement sur une croissance à 2-3%, c'est pas facile. Donc on essaie d'augmenter ça au travers de croissance *buy-and-build* et si possible à l'international. Et alors autre chose que l'on fait beaucoup aussi, c'est lié aux segments dans lesquels on investit nous. Donc nous investissons typiquement dans des sociétés de taille moyenne, ce qu'on appelle du *lower midcap*. Et donc ça reste des grosses PME et souvent ce sont des sociétés qui ne sont pas extrêmement structurées, donc nous on fait pas mal deals primaires, de deals familiaux. Et donc il y a tout un côté professionnalisation et mise en place du système de reporting, du système de gouvernance, des systèmes de suivi de la performance qui nous permettent nous de mieux suivre et donc de mieux influencer les décisions prises, qui permettent au management de mieux comprendre la performance et de

mieux la diriger aussi. Donc je pense que ce côté professionnalisation et mise en place de reporting, de KPIs, permet de mieux gérer des sociétés et permet parfois d'unlocker pas mal de valeur. Que ce soit dans le *working capital*, que ce soit dans les marges, quand on comprend exactement ce qui se passe d'un point de vue financier, ça permet de gérer de façon plus fine et parfois, nous pouvons trouver dans des deals primaires, un certain nombre de poches de valeur qui n'ont pas du tout été traitées ou *tackled* par le management jusque-là, donc des *low hanging fruits*.

Je crois qu'il y a une première étape: stratégie claire et bonne équipe, deuxième étape: est-ce qu'il y a des choses de base en termes de reporting, de gouvernance, d'optimisation, donc les *low hanging fruits* qui peuvent être capturés, et puis une stratégie de croissance organique sur le long terme et puis potentiellement une stratégie de *add-on acquisitions* pour accélérer le développement, que ce soit géographique ou dans des familles de produits, des choses comme ça.

- a. **Which actions improve the performance the most according to you? Why?**
- b. **Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?**
- c. **Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?**
- d. **Which measures do you implement to align the interests of the investee companies' management teams with your own (thereby reducing the agency costs/problems)? How does this contribute to improving the performance?**
- e. **Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?**

Est-ce qu'il est plus facile d'améliorer les performances des sociétés dans des deals primaires que dans des deals secondaires? Je vais dire oui et non, mais plus oui que non. En ce sens que c'est plus facile de trouver dans un deal primaire des poches, des *low hanging fruits* que dans des deals secondaire. Donc typiquement en termes d'optimisation des marges, d'optimisation de working capital et des choses comme ça, il y a moyen de faire pas mal de choses dans un deal primaire. Pour moi, il est très important de définir rapidement quelles seront les grandes actions qui vont être mises en place. Ce ne sont pas 15 choses, c'est 2-3 choses clés. C'est très facile dans un plan de création de valeur d'avoir 50 actions qui vont créer de la valeur à terme. Mais ce qui est très important à faire, c'est de se dire: quelles sont les 3 ou 4 grandes actions sur base desquelles on va créer 80% de la valeur qu'on peut créer sur ces 50 actions. Et puis de concentrer le management sur ces 3 ou 5 grandes choses parce que sur une période de trois à cinq ans, il est impossible de tout faire. Il y a probablement pleins d'idées de rentrer dans des pays, de faire des nouveaux produits, de faire des choses comme ça, qui sont des bonnes idées mais qui auront un impact minimum ou non majeur sur une période de trois à cinq ans. Notre période d'investissement est courte donc c'est très important de définir quelles sont les grandes actions.

Donc je pense que c'est plus facile dans des sociétés qui n'ont pas été sous LBO successifs, donc dans des deals primaires et d'avoir encore cette capacité de focaliser les équipes sur les 2 ou 3 choses clés. Quand une société a été sous LBO 2-3 fois, il y a déjà beaucoup de gens qui ont essayé de faire ces grands mouvements et de prendre ces grandes actions transformatrices, et donc forcément c'est plus difficile de trouver des *low hanging fruits*. Mais donc, les *low hanging fruits*, ça peut être dans de l'optimisation financière de base, de

working capital ou de marges, ça peut être aussi de reconcentrer la société sur une ou deux stratégies clés tout en mettant de côté ou de passer moins de temps sur des choses qui sont moins importantes ou qui ajoutent moins de valeur. Donc de prime abord, oui c'est plus facile. Le flip side de ça, le revers de la médaille, c'est que parfois des sociétés primaires, surtout quand ce sont des primaires familiales, sont des sociétés qui sont gérées de façon moins professionnelle que ce que des sociétés corporate ou des sociétés sous LBO le seraient. Et donc il y a parfois également des besoins de renforcement d'organisation, des façons de procéder qui sont moins professionnelles que ce qu'un fonds de PE comme nous ferait, et donc qui génèrent des coûts supplémentaires ou des contraintes supplémentaires que quand on opère dans un contexte institutionnel, que ce soit coté, que ce soit corporate ou que ce soit sous LBO. Un contexte institutionnel a parfois des contraintes qui ne sont pas les mêmes que des petites sociétés familiales qui peuvent se permettre de faire des choses que nous ne pouvons pas faire. Donc ça c'est parfois l'aspect négatif de sortir une société d'un contexte primaire, familial pour la mettre dans un contexte institutionnel. Mais bon, je pense qu'il y a beaucoup plus d'upsides que de downsides à un deal primaire.

Je pense que toute bonne société qui se revend bien est une société qui a un potentiel de croissance. Une société qui n'a plus de stratégie, de vision de croissance, de potentiel de croissance est une société qui probablement moins intéressante à acheter. Donc notre rôle aussi, c'est de créer cette croissance durant notre période d'actionnariat, de détention, mais c'est de garder une vision de croissance et être capable de vendre un plan de croissance pour le futur aussi. Les actions qu'on prend durant la période de détention sont déterminantes sur l'état de la société au moment où on va la vendre. Donc est-ce que c'est une société qui est bien positionnée dans des marchés porteurs, est-ce que c'est une société qui a une équipe de management compétente qui peut porter un projet futur, est-ce que c'est une société qui a un pipeline de produits qui peuvent être lancés, est-ce que c'est une société qui est rentrée dans les bons marchés dans lesquels il y a encore de la croissance. Donc tout ça, ce sont des choses que nous devons faire en parallèle aussi, parce qu'il y a des actions qui peuvent amener de la croissance, de l'EBITDA et du deleverage pendant pendant notre période de détention et qui vont donc augmenter le metric EBITDA au moment où on sort, mais il y a toutes les actions qu'on doit mettre en place aussi pour positionner la société comme un acteur attractif dans son secteur le jour où on sort, et ça c'est primordial. Parce qu'on crée de la valeur à l'entrée en achetant bien, on crée de la valeur au cours de la période de détention en diminuant la dette et en augmentant le cash et en augmentant l'EBITDA, puis on crée de la valeur en positionnant la société le mieux possible pour qu'elle ait encore un portefeuille de croissance. Donc moi je pense qu'il est extrêmement important pour des gens comme nous de veiller aussi à ce troisième paramètre qui est de préparer nos sociétés pour la sortie dès le premier jour. C'est pour ça que je vous disais que dès qu'on rentre dans une société, on passe beaucoup de temps à réfléchir à qui on va vendre, quel est l'acheteur logique et comment est-ce qu'on fait de notre société une société quasiment parfaite qui a encore du potentiel de croissance et une bonne équipe le jour où on sort, parce que durant les cinq ans, on doit en permanence avoir *on the back of our mind*: quel est le but final, qu'est-ce qu'on veut vendre. Et donc c'est très important d'avoir un potentiel de croissance à la sortie encore.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

On établit systématiquement un plan à cinq ans quand on rentre dans une participation. Un plan qui est le résultat de la vision du management et donc d'un business plan est construit entre le management et nous. Deuxièmement, un plan qui est basé sur nos diligences à l'entrée, notre compréhension du secteur et donc sur les grandes tendances de l'industrie et plan qui est basé aussi sur les actions qu'on espère pouvoir mettre en place ou que l'on souhaite mettre en place au cours de notre période de détention. Pour moi, il est très important d'avoir fait tout ce travail en amont avant de rentrer dans une société et il est très

important d'avoir une vision déjà relativement claire à l'entrée sur quelles vont être les grandes actions qui vont être mises en place durant notre période de détention. Je pense qu'il est extrêmement risqué d'acheter une société à la va-vite en faisant peu d'analyses et, puis de se dire le jour du closing: tiens, qu'est-ce qu'on va faire? C'est un risque parce que ça fait perdre du temps. C'est un risque parce que ça veut dire qu'il n'y a pas d'alignement de vision entre le management et nous parce que je pense que la période de développement du plan, d'analyse et compréhension du marché et définition des grandes actions qui vont être mises en place est une période de travail conjoint avec le management et donc une période d'alignement des intérêts, d'alignement des visions. Et si ça n'est pas fait, il y a un risque potentiel de se retrouver dans une situation conflictuelle après l'achat. On se retrouve avec une vision très différente du management et où on crée un clash dans les premiers jours de la période de détention, ce qui n'est pas nécessaire. Voilà, donc pour moi tout ça doit se faire en grande partie en amont, ce qui est le rôle de la due diligence, ce qui est le rôle de plan. Maintenant forcément, comme tout plan, ça nous amène à faire des choses mais ce n'est pour ça que tout ce qu'on va faire va marcher. Ce n'est pas pour ça que tout ce qu'on a défini comme étant les grandes actions clés à mettre en place sont les bonnes actions. Donc je pense qu'il est très important d'être capable de se remettre en question au quotidien. L'environnement change, le monde change, les tendances changent, les cycles économiques changent, les concurrents changent donc il y a pleins de choses qui se passent dans l'environnement. L'environnement est extrêmement dynamique et je pense qu'il ne faut surtout pas se braquer dans une idée, par préconçue mais dans l'idée initiale. C'est important, très important, d'avoir une vision claire sur ce que l'on veut mettre en place. A mon avis il est également important de quotidiennement ou périodiquement se remettre en question, est-ce que les actions qu'on a mis en place sont les bonnes, est-ce qu'elles apportent les fruits escomptés, est-ce que l'équipe en place est toujours la bonne équipe dans l'environnement actuel pour mettre en place ces actions-là, est-ce qu'il faut changer et modifier un certain nombre d'actions? Je pense que toute société se doit, mais ça c'est valable dans le coté comme dans le non-coté, se doit de se remettre en permanence en question et de façon à pouvoir s'adapter, à pouvoir continuer à prendre les bonnes décisions. C'est en ça d'ailleurs évolué où le LBO est pas mal parce que le LBO, en général quand il y a un changement d'actionnaire, ça crée une scission et ça crée une période où on a le luxe de se dire: là maintenant on commence une nouvelle étape de 5 à 7 ans ou 8 ans, quel est le plan, qu'est-ce qu'il faut faire, quelle est la concurrence? Donc ça nous amène nous à nous poser beaucoup de questions, nous à travailler avec le management au quotidien pendant la période de diligence, de remettre tout à plat et donc de challenger ses idées préconçues qui parfois font que les sociétés stagnent sans se remettre en question. Maintenant les choses peuvent se passer bien ou peuvent se passer moins bien. Je pense que, d'une part se remettre en question de façon systématique permet d'éviter d'évoluer trop longtemps dans une stratégie ou dans une direction qui n'est pas la bonne, ça c'est une chose. De nouveau, le PE ici et le LBO, le fait qu'on ne soit pas coté nous donne la liberté de changer rapidement de direction s'il y a quelque chose à faire, ce n'est pas toujours quelque chose qui est faisable dans un contexte coté qui est moins flexible. Et en fonction de ce qui se passe mal, je pense qu'il y a des stratégies à réévaluer, il y a parfois des équipes de management qui ne sont plus les bonnes équipes pour le nouvel environnement, il y a parfois des compétences qui manquent, des secteurs qui se digitalisent et on doit revoir complètement l'approche marketing pour faire ça d'une façon plus contemporaine ou plus moderne. Ça peut être des nouveaux produits qui arrivent et qui font qu'on doit nous aussi s'adapter pour mettre à jour notre portefeuille des produits, donc la cause d'un non-succès ou d'un succès différent de ce qui était escompté, les causes elles peuvent être multiples et je pense qu'il n'y a pas une action spécifique. Parfois, c'est le management, parfois c'est le portefeuille de produits, parfois c'est le marketing, parfois c'est le marché, parfois c'est la concurrence. Donc ça peut être pleins de choses et en fonction de l'assessment de ce qui ne va pas, il faut pouvoir réagir. Mais donc, à chaque problème une solution et c'est très difficile pour moi de dire ce qu'il faut mettre en place maintenant. Je crois que ce qui est important, c'est de garder un esprit ouvert et donc d'être capable de se remettre en cause, et même si

une chose qu'on a mis en place il y a 3 ans a bien marché 1 an et puis ne marche plus, être capable de faire marche arrière si c'est ce qu'il faut et d'avoir la flexibilité de le faire. Donc là, de nouveau, je pense qu'un esprit ouvert et qu'une liberté d'action qui est typiquement celle d'une société sous LBO permet de s'adapter, probablement plus rapidement que des plus grands groupes sont plus ancrés dans la continuité et dans un contexte actionnarial peut-être moins flexible.

Dès notre entrée, on a une vision très claire sur ce qu'on souhaite mettre en place et une vision très claire sur à qui on souhaite vendre. Pas quel nom, mais quel va être notre type d'acteurs, parce que je pense qu'il est très important de mettre en place des actions qui vont faire en sorte que la société, le jour de la sortie, disons dans cinq ans, aura un maximum de critères positifs pour l'acquéreur potentiel qu'on essaie déjà de définir aujourd'hui. Ça peut être des critères géographiques, de portefeuille de produits, est-ce qu'il faut un pipeline de nouveaux produits, est-ce qu'il faut une équipe de management qui a ces compétences-là? Donc en fonction de qui est l'acheteur logique, on essaie de mettre en place une stratégie qui va faire que dans cinq ans, on aura la société la plus parfaite possible. Prévoir des plans de secours au cas où ça se passe mal, je pense que c'est assez difficile parce qu'on essaie de développer une stratégie constructive, positive, de mettre des équipes en place de façon à élaborer cette stratégie. Et je pense qu'élaborer une stratégie de repli est quelque chose qui prend autant de temps que la stratégie de départ. Je pense qu'il faut avoir une vision claire d'où on veut aller, d'où l'importance du travail en amont, mettre en place les actions, être sûr que les actions soient bien expliquées, soient bien comprises et qu'il y a un bon alignement entre le management qui va implémenter et l'actionnaire, et puis donner les moyens et le temps au manager pour implémenter ces actions. Je pense qu'il est important aussi de ne pas surréagir: il y a beaucoup d'actions qui sont prises et qui ont parfois une période ingrate, mais il faut être convaincu de ce qu'on fait, donc donner le temps également à la société de mettre en place les actions. Et l'industrie ce n'est pas quelque chose qui réagit en 2 semaines, donc souvent on met en place des choses qui génèrent des coûts supplémentaires, qui peut-être nous font perdre un certain nombre de clients temporairement mais pour recentrer le portefeuille produit ou le portefeuille clients vers là où on veut le faire. Il est important de garder une vision industrielle de long terme aussi, qui est paradoxalement quelque chose que des sociétés familiales ou des sociétés cotées ont parfois plus de temps, ont plus l'habitude de faire parce que ce sont des sociétés qui ont typiquement une vision long terme ou de changements lents, alors que nous avons des moyens et souvent on génère des changements plus rapides. Il ne faut pas perdre de vue la vision de long terme et l'aspect industriel qui fait que les choses peuvent prendre du temps. Je pense que ça donne une flexibilité de faire les choses rapidement et de prendre des décisions plus importantes, plus impactantes, mais ce qui est parfois un défaut du Private Equity de devenir purement court-termiste et financier court-termiste. Parfois le PE est critiqué en ce sens que les gens ont toujours une vision à 3-5 ans en se disant: je dois vendre dans 5 ans donc je prends des décisions de maximisation du cash et de maximisation de l'EBITDA à 5 ans, ce qui peut venir au péril de décisions de plus long terme, d'investissements et de décisions qui ont un impact à long terme et pas nécessairement à court terme. Je pense que les gens qui sont successful dans ce qu'on fait nous, ce sont les gens qui arrivent à prendre les bonnes décisions mais qui gardent une vision à long terme aussi et donc de construction d'une base solide pour le long terme. Pour répondre concrètement, nous en tout cas on ne passe un temps important à prévoir des stratégies de sortie, mais une stratégie à long terme. On essaie plutôt d'être constructif et d'avoir la bonne vision, enfin d'avoir des idées qu'on pense les bonnes, et puis d'être sûr que les équipes les aient bien comprises et donner les moyens à la société de les implémenter.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

Il nous arrive de ne pas vendre une société au moment où on aurait pensé vouloir la vendre, parce que la société n'est pas prête. Je pense qu'il n'y a rien de pire que d'être forcé de vendre une société une certaine année. Donc là je pense que le PE, parfois a des

contraintes en termes de durée de détention qui sont pas positives. Je pense qu'il est important de mettre une société en vente le jour où la société est prête. Prête, c'est à dire qu'il y a un alignement d'étoiles, du cycle, du marché, de la performance, de l'existence de tous ces côtés positifs qu'on voulait mettre en place au moment de la sortie. Mettre une société en vente à un bon moment, c'est très important. Il y a des gens qui ne vendent pas des sociétés parce que le processus de vente ne marche pas, je pense qu'avant de lancer un processus de vente, on peut déjà de façon raisonnable savoir si ça va bien se passer ou pas. Parce qu'on sait si la société que l'on est prête, on sait si la société que l'on vend est attractive. Il nous est arrivé de ne pas lancer un processus de vente à un moment où on l'aurait pensé initialement parce que la société n'est pas prête ou parce que le cycle n'est pas bon. Je pense qu'il n'y a rien de pire que de lancer une vente quand on sait qu'il y a des gros risques que ça se passe mal. Maintenant, on essaie nous de lancer le processus de vente quand on pense que le cycle et la performance et la société est prête, donc on de prime abord, quand on lance un processus de vente, on vend. Lancer une cession et puis ne pas vendre, c'est quelque chose de très négatif parce que ça salit un peu l'actif et c'est pas facile après avoir fait un processus de vente retiré de la vente, de relancer un processus 6 mois plus tard. Donc on est obligé de recommencer, d'attendre 1 an ou 2, soit de laisser le temps au cycle de passer, soit de réimplémenter une stratégie différente pour vendre la société avec une histoire différentes 1 ou 2 ans après. Donc de prime abord, nous quand on lance une session, on vend. Soit parce qu'on est persuadé que c'est le bon moment et qu'on a réussi à réunir tous les éléments positifs pour avoir une cession positive à ce moment-là, soit on est persuadé qu'on n'arrivera pas à la vendre mieux à un autre moment, donc il y a également des circonstances. Nous en tant que fonds, nous sommes in fine des gestionnaires d'actifs et il y a des moments où on doit se dire qu'on a fait tout ce qu'on pouvait faire et la société est dans le meilleur état qu'elle pourrait être maintenant, et donc on prend une décision de vendre. Et peut-être que toutes les étoiles ne sont pas alignées à ce moment-là, mais il y a aussi à un moment une décision à prendre: est-ce qu'en restant 2, 3 ou 4 ans en plus dans cette société, est-ce qu'on peut faire mieux que ce qu'on fait maintenant? Donc peut-être qu'on peut faire mieux en termes de performance, mais peut-être que maintenant on est à un niveau du cycle du marché de valorisation qui fait en sorte que même l'amélioration de la performance qu'on peut faire dans les 2 ans qui viennent ne permettra jamais de compenser le multiple gigantesque qui est payé maintenant pour les sociétés dans ce secteur-là. En permanence, nous sommes des gens qui gérons des fonds pour familles et pour des institutionnels et donc notre décision c'est une décision de maximisation de création de valeur. Donc oui, peut-être que d'un point de vue société, c'est pas toujours le moment optimal dans le cycle, mais peut-être que d'un point de vue cycle, c'est le meilleur moment. L'idéal c'est évidemment de vendre une société après une certaine période quand on a pu mettre en place ce qu'on voulait et qu'on l'a fait avec succès, que la société a un potentiel de croissance, qu'elle est bien positionnée, bon management, bon plan, bons prospects dans un cycle haut, ça c'est le meilleur des cas. Mais malheureusement, ce ne n'est pas toujours possible et c'est en cela que des gens comme nous qui sommes peut-être plus industriels, plus flexibles en termes de contraintes, en termes de durée d'investissement, on a plus de flexibilité pour choisir le bon moment que des fonds qui sont purement institutionnels que et qui doivent sortir après 5 ou 6 ans. Donc ça c'est quelque chose qui peut pousser des gestionnaires à prendre de mauvaises décisions en termes de sortie. Et là c'est un endroit où on peut détruire ou ne pas réaliser pas mal de valeur.

La durée de détention impacte à mon avis beaucoup la performance des sociétés de portefeuille, mais de façon différente en fonction des différents cas. Donc je pense qu'il y a des secteurs où les stratégies mettent plus de temps à s'implémenter, mais je pense que de façon générale, des stratégies industrielles prennent du temps. Et donc croire qu'on va réorienter un portefeuille de produits, réorienter une stratégie marché sur une période de 2 ou 3 ans, c'est pas réaliste. Et donc pour moi, donner du temps à une stratégie industrielle, c'est important. C'est donc c'est pour ça que parfois, des familles, des sociétés ne sont pas sous la contrainte du LBO, ont plus de temps, auront une vision plus long terme et ça rejoint

ma remarque d'avant: il est important à mon avis, même dans le PE qui est typiquement quelque chose de plus court terme, de toujours garder toujours une vision long terme. Quelque chose qu'on dit en permanence ici, en plus de notre phrase *"mieux vaut avoir une société moyenne avec un bon management qu'une bonne société avec un mauvais management"* on a un autre moto qui est: *"même si nous sommes des investisseurs de court ou moyen terme, c'est toujours important de prendre des bonnes décisions pour le long terme."* Donc ne pas prendre de décisions de court terme. Nous on peut être actionnaire sur une période de cinq ans. Il faut néanmoins au cours des cinq ans prendre toujours des décisions qui d'un point de vue stratégique sont des bonnes décisions de long terme. Donc ne pas prendre de mauvaises décisions de long terme et ne pas ne pas prendre de décision de long terme. Ça ce sont les deux revers du PE qui font que parfois des gens ne prennent plus de décisions pour le long terme parce qu'ils se concentrent juste sur le court terme et là je pense qu'on détruit beaucoup de valeur, peut-être pas dans le court terme, mais le jour où vous vendez une société qui n'a plus pris de décision de long terme, vous vendez une société qui est beaucoup moins attractive parce qu'elle n'est pas préparée pour la période d'après. Je pense que la durée d'investissement est importante, mais je pense que la vision à long terme est quelque chose qui est tout aussi importante.

Maintenant, la flexibilité en termes de durée est très importante puisqu'elle permet d'une part de mettre en place des stratégies industrielles qui sont typiquement des stratégies qui nécessitent du temps, mais c'est aussi important parce que ça donne une flexibilité de sortir au bon moment. Comme on l'a dit, il y a des cycles économiques qui font que vendre une société de portefeuille en 2009, c'était très difficile de faire un bon deal. La flexibilité de la durée permet de choisir un moment opportun pour sortir, aussi bien en termes de cycle qu'en terme de si la société est prête oui ou non et des choses comme ça. Donc pour moi il est très important de pouvoir se dire qu'on a la chance de pouvoir choisir son moment de sortie. Maintenant, a posteriori la durée en tant que telle n'est pas toujours pas toujours alignée à la performance, donc nous avons fait des deals excellents en deux ans, et on a fait des deals très moyens à très long terme. Parce qu'il y a aussi le fait que quand quelque chose se passe mal, on retarde la sortie pour essayer de réparer et réparer réparer. Il y a très peu de mauvais deals qui se passent très vite, donc souvent un deal moyen, c'est un deal qu'on va garder 6,7,8 ans parce qu'on va essayer de malgré tout créer un petit peu de valeur. Je pense qu'un très bon deal, ça peut se faire rapidement ou sur une période moyenne, il y a peu de mauvais deals qui se font très vite, parce que les gens les gardent pour essayer de réparer, d'améliorer etc.

Donc pour moi, strictement la durée de détention de nos deals en portefeuille n'est pas du tout en ligne avec le succès de nos deals, il n'y a pas une corrélation. Mais je pense que la flexibilité sur la durée et l'aspect vision de long terme sont 2 facteurs déterminants dans le succès d'une opération.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

Dans tous les cas. On a d'une part un board qu'on appelle des Senior Advisors qui sont des anciens CEO de différentes sociétés qui sont typiquement des gens qui sont des différents marchés géographiques dans lesquels on investit, et d'autre part qui sont des gens spécialisés dans un secteur dans lequel on se spécialise et ce sont des gens qu'on utilise d'une part pour nous aider à comprendre des secteurs ou à développer des stratégies pour nos sociétés à l'entrée comme au courant de la période de détention, ce sont des gens qu'on met parfois au Conseil de nos sociétés en portefeuille. On se repose sur ces experts-là. On se repose également sur d'autres experts en ce sens que quand on a une société en portefeuille, nous mettons systématiquement en place des membres du conseil

d'administration qui sont des gens externes, toujours 1 ou 2. Et typiquement, on essaie de mettre en place des gens qui ont une certaine compréhension ou des experts du secteur de la participation de façon à avoir, mis à part le management, un sounding board, qui est quelqu'un qui comprend le secteur et qui peut nous aider à prendre les bonnes décisions et qui peut être un challenger aussi pour le management. Et finalement, on fait des missions spécifiques au cours de notre période de détention, donc des projets spécifiques, par exemple de mise en place de digitalisation d'un portefeuille de produits, de concentration sur une partie de portefeuille de produits, etc. Donc on fait des missions stratégiques au cours de notre période de détention pour lesquelles on fait appel à des consultants de type Bain, McKinsey et tout ça, donc sur des missions très spécifiques de portefeuille produits, de stratégie marchés, de choses comme ça. Donc oui, on le fait: les 3 leviers c'est notre Board de Senior Advisors, c'est des indépendants qu'on met aux conseils des sociétés et c'est des consultants spécifiques sur des missions spécifiques au cours de la période de détention.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

- a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?**
- b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger "ticket" for your fund)?**
- c. Pre-buyout performance of the company?**

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

On espère que ça se passe bien, dans beaucoup de cas ça se passe bien, mais comme toute société, ça dépend de beaucoup de choses. Mais si on arrive à préparer la société, à mettre en place une structure et une stratégie de croissance de long terme, il n'y a pas de raison que l'équipe de management, dans la continuation de la même stratégie ne connaisse pas de succès. Dans beaucoup de cas, un investissement qui se passe bien pour nous et une société dont la performance est positive a tendance à continuer à bien performer après. Et la majorité des transactions que nous avons faites qui se sont bien passées, ça s'est bien passé après. Maintenant de nouveau, il y a des cas spécifiques où des gens changent complètement de stratégie, où la société est intégrée dans des plus grands groupes et ça se passe moins bien. Notre mission est d'essayer de créer un maximum de valeurs durant la période de détention et de mettre en place tous les éléments nécessaires à ce que la société aient des prospects futurs.

Je pense que la performance moyenne des sociétés sous Private Equity est aussi bonne voire meilleure que la performance de sociétés qui ne le sont pas, et donc dans la continuité de ça, à mon avis il y a moyen de continuer à surperformer un secteur ou en tout cas performer en ligne.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

- a. Improvement of the company through your own actions?**
- b. Evolution of the market and its multiples;**
- c. Leverage impact of the debt;**

Ça dépend au cas par cas, de fonds à fonds. En ce qui nous concerne nous, on fait des statistiques forcément de création de valeur et en a entre 50 et 60% de la création de valeur dans notre portefeuille qui provient de la croissance de l'EBITDA de nos sociétés en portefeuille. Nous avons typiquement une stratégie de croissance, donc croissance

organique, croissance par acquisitions, etc. et donc la majorité de la création de valeur chez nous vient de la croissance organique et de l'EBITDA. Maintenant, le reste est partagé entre une augmentation des multiples et un deleverage, peut être avec une partie plus importante de *multiple arbitrage* en ce qui nous concerne lié à 2 choses. D'une part, on a fait des transactions où on est sorti dans des cycles plus favorables que notre période de rentrée, mais de façon assez générale aussi on voit que nos sociétés ont des multiples plus élevés à la sortie qu'à l'entrée et c'est lié aussi au fait que nos sociétés sont très différentes. En ce sens que nous faisons pas mal de deals primaires, donc on achète pas mal de petites sociétés locales, familiales, primaires, on les professionnalise, on en augmente la taille, typiquement on essaie de doubler la taille sur une période de trois à cinq en les internationalisant. Donc on vend des petites multinationales, internationales, structurées avec une bonne équipe de management et qui font typiquement deux fois la taille de ce qu'on achète. Donc il y a naturellement une augmentation du multiple liée à cette transformation. Même dans des périodes à cycles négatifs, en rentrant à cycle économique haut et en sortant à cycle bas, on voit également des augmentations des multiples qui sont liées à cette transformation fondamentale de la société. Donc, 60% plus ou moins vient de l'augmentation de l'EBITDA, ensuite dans les 40% qui restent, il y a une majorité qui vient de l'arbitrage des multiples et le reste c'est du deleverage. Alors, le fait que le deleverage soit la partie la moins importante de notre création de valeur n'est pas lié au fait qu'on ne s'intéresse pas au deleverage. La capacité à générer du cash est un facteur super important dans le LBO, donc on passe beaucoup de temps à s'assurer de ça et à essayer d'optimiser le cash. Mais comme nous avons des stratégies de croissance importantes qui nous amènent à augmenter fortement l'EBITDA durant notre période de détention, nos sociétés investissent typiquement beaucoup en CAPEX pour mettre en place les bases d'une stratégie de croissance et nous faisons typiquement beaucoup de *build-up* aussi, donc de *add-on acquisitions*, donc on utilise beaucoup du cash généré par la société ou beaucoup la capacité d'endettement des sociétés pour faire des *add-on acquisitions*. Donc nos sociétés génèrent beaucoup de cash, mais on utilise pas mal de ce cash pour faire du *build-up*. C'est pour ça que dans les 3, le deleverage net paraît être la partie la plus faible, mais si on supprime les acquisitions, le deleverage est une partie très très importante de la création de valeur aussi.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Il y a pas mal de questions où je sais répondre de manière générale, mais je ne suis pas investisseur aujourd'hui. La BVA est l'Association des Fonds de PE et Venture Capital, aujourd'hui je crois qu'on ne va parler uniquement du PE. Pour le VC il y a aussi justement pas mal de sujets sur le rôle des investisseurs une fois que l'investissement est fait, mais c'est un tout autre métier.

On regroupe tous les investisseurs que ce soit des private equity ou VC et que ce soit des parties privés ou publiques SRIW LRM est membre chez nous. Mais tout aussi Cobepa et Verlinvest et d'autres family office. Et les fonds traditionnels PE closed end. En Belgique il n'y en a pas tellement.

Il y a beaucoup de fonds étrangers qui sont actifs en Belgique que ce soit avec leurs propre équipe ou avec des équipes qui travaillent à l'étranger sur la Belgique. Mais tous ces investisseurs je crois qu'on en regroupe aujourd'hui 55 environ. On a d'autres membres qu'on appelle associés. Ce sont tous les fournisseurs de services qui tournent autour de l'industrie. Ce sont des grands bureaux d'avocats comme Freshfield, DLA, allen & overy, les big 4 et des headhunters. Ils sont là parce qu'ils sont intéressés par les investisseurs dans le jeu typique dans une organisation professionnelle des membres associés et des full members. Pour les full members on organise d'une part des Events Networking, 4 ou 5 par an qui sont fixes. Ce sont les President's Lunch ou les membres se rencontrent. Il y a généralement un sujet d'un quart d'heure qui est lié au private equity et VC qui donne lieu à des discussions. On organise des workshops aussi.

Donc aujourd'hui je suis essentiellement au niveau de l'association. Je n'ai pas de rôle opérationnel dans des sociétés. Précédemment j'ai eu toute une carrière chez Générale de Banque, Fortis, BNP de 30 ans.

J'ai eu la chance de m'occuper de tout ce qui est en entreprise que ce soit crédit ou des crédits internationaux. J'ai fait en deux phases environ 8 ans Investment Banking Finance et corporate finance. Et ensuite, Private Equity pendant environ dix ans. La seconde partie est surtout axée sur ce qu'étaient fonds car à un moment donné Fortis investit elle même dans des fonds de private equity et constituait un portefeuille fonds de fonds. Qui au moment de la crise puisqu'à ce moment là tout s'est arrêté avec un portefeuille de 1 milliard 3 avec des fonds établis en Europe, Asie aux Etats-Unis. J'ai également été actif dans des sociétés, des investies companies. J'étais administrateur certaines sociétés une des plus connues étaient Studio 100 où Fortis est toujours actionnaire à un tiers du capital.

Les bases du métier restent les mêmes. Même si le sujet d'aujourd'hui est devenu dans le monde du PE plus important au fur et à mesure que.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

Théoriquement les trois facteurs que par exemple les LP professionnels par le biais des fonds de pension ou bien des investisseurs comme Fortis l'était quand ils analysent justement le track record de GPs de type de fonds. On en parle essentiellement ici niveau du buyout, qui est un sous-segment du PE, car il y a aussi du capital minoritaire où des grosses participations sans vraiment un effet de levier. Mais donc la distinction entre ces trois facteurs et quelque chose qui revient dans toutes les analyses que les investisseurs professionnels font et il est clair que pour juger la qualité d'un GP il est clair que si le point A est le plus important c'est un point positif dans l'analyse puisque l'effet de levier, Je ne sais pas si vous avez trouvé, cela devrait exister de son l'évolution au fil du temps d'un point de vue agrégée comment ces pourcentages se situent. Je ne sais pas si ça existe.

On essaye avec Invest Europe de rassembler les données les plus pertinentes pour la Belgique. Ou plutôt pour le marché belge. Cela inclut les fonds qui investissent en Belgique au départ de l'étranger et pas que les fonds belges. Il y a un tool que Invest Europe a développé et auxquels tous les investisseurs en Europe sont invités à introduire les données des investissements et désinvestissements et je ne parle même pas encore de rendement mais simplement : j'ai fait autant dans ce pays en investissement en exit et j'ai levés de fonds autant avec des investisseurs qui se trouvent géographiquement là et là. Déjà ça c'est un problème majeur pour rassembler les données au départ des investisseurs. C'est dommage parce qu'en fait ça contrairement aux Etats-Unis on n'a pas. Il y a deux marchés en Europe où d'un point de vue données statistiques il y a une certaine représentativité, ce sont les marchés en Grande-Bretagne la France. France Invest (la Fic) a publié

pour l'année 2017 les performances et je crois que c'est essentiellement axé sur tout ce qui est buyout.

Les investisseurs vont décortiquer le rendement, investissement par investissement en regardant d'où est venue la valeur. Il est clair que pour l'effet de levier il n'y a pas vraiment de mérite à jouer sur l'effet de levier. On pourrait dire éventuellement le Financial Engineering pour mettre le maximum possible sur la cible. C'est quelque chose qui est devenu en fait tout une commodité. On le fait parce que bon effectivement ça aide au rendement. Mais contrairement au tout début du métier buyout, entre temps ça fait 40 ans le début des années 80. A ce moment c'était purement l'effet de levier les grand KKR, les deals mythiques c'était jouer uniquement sur l'effet de levier, et c'est devenu le point le moins important.

Effect of market and multiple, un investisseur se pose la question : Quel est le mérite de l'investisseur ? Parce que d'une part il y a l'évolution du marché, aujourd'hui les multiples sont élevés. What goes up must go down à un moment donné ça va pas diminuer. Si on investit aujourd'hui à des multiples élevés et le marché est plus bas par après, il y a un risque que l'on va sortir à des multiples moins élevés. Effectivement au niveau évolution de marché c'est un problème qui est propre aux métiers. Surtout si l'on regarde un fonds isolé. Comme vous le savez on compare des fonds que vintage year by vintage year. C'est l'année où le premier investissement a été fait par un fonds donc on ne peut que comparer des pommes et des pommes. Il faut comparer un des fonds levé en 2018 avec un autre fonds levé en 2018 et pas avec un fonds levés en 2015 puisque lui a investi dans un marché avec des conditions de marché qui par définition pourraient être fortement différents de ceux en 2018. C'est pour cela que les investisseurs qui investissent dans des fonds une des règles d'or à est qu'ils investissent et continuent à investir quoi que le niveau du marché est. On investi vintage year by vintage year et on se diversifie en ayant en portefeuille des fonds 2018 avec des fonds 2015, 2013. C'est toujours. Donc pour ce qui est multiple on peut parfaitement analyser les multiples average en 2015 vs 2018 alors peut clairement voir la différence. Là où le rôle du GP pourrait être important c'est qu'il y a d'une part l'évolution du marché. Mais d'autre part aussi très souvent dans des dossiers buy and build avec le but de par après au départ de cette société qui agit alors comme plate forme d'acquisition d'acquérir des différentes sociétés. Un investisseur qui est connu en Belgique pour cette pratique c'est Waterland qui typiquement choisi un secteur une société performante qui va fonctionner comme une plate forme d'acquisition et qui par prêt va acquérir des sociétés et la commence le jeu des multiples. Très souvent elle va acquérir des sociétés qui parfois sont de la même taille ou de moindre la taille si la taille diminue les multiples généralement diminuent aussi puisqu'il y a plus de risques dans une petite société moins structurée etc.

Et le point évidemment c'est qu'une fois que le trajet du buy and build est fait on a une entité globale, pour peu qu'on ait intégré la société de manière professionnelle etc., qui génère alors un EBITDA qui est probablement un multiple de ce qui avait été à l'occasion et du fait le multiple va plus être plus important donc il y a un arbitrage de multiples qui va jouer du fait que on a fait croître une société de taille x vers taille y, effectivement il y a un rôle à jouer un rôle qui est joué par l'investisseur qui justement va faire en sorte qu'une taille critique soit atteint ce qui pourrait générer à ce moment là un multiple plus élevé. Le plus important c'est en quelle mesure est-ce que la croissance a été créée par l'amélioration des résultats même de la société.

Ce qui est essentiellement analysé : D'où vient la croissance de puisque c'est un jeu qui est très simple. On peut parler beaucoup de méthodes de valorisation de discounted cash flow etc. Mais c'est le multiple EBITDA qui détermine la valeur de l'entrée et de la sortie. Autre facteur l'Ebitda dans la mesure EBITDA d'autres au lieu d'être de 100 à 120 ou 250. Mathématiquement on aura tout de suite la différence par rapport à un multiple là dessus. Alors effectivement il y a la question d'où vient la croissance de l'Ebitda, top line, opérations des marges et que tout autre chose restant égale ils ont réussi à améliorer la rentabilité de la société, et dans quelle mesure est ce que ça a été fait par acquisition etc.

C'est devenu et c'est le point le plus important si on prend le point de vue de l'investisseur dans un fonds. C'est dans la mesure où des GP sont performants et ayant un track record pour pouvoir démontrer que dans le passé on a fait, 40, 50 buyouts. Et des professionnels ont analysés dossier par dossier que de le mieux que l'on ait dans la catégorie A. Le mieux qu'on ait pu démontrer vis à vis de l'investisseur que l'amélioration ou la création de valeur est la suite de l'amélioration de la rentabilité. La grande question est de savoir à quelle mesure est-ce que cette amélioration est liée aux actions à l'investisseur ou aux actions de l'investisseur versus la société et le management en question.

Ce n'est pas noir et blanc cette réponse est évidemment difficile. C'est difficile à dire que de manière générale que le rôle d'investisseur PE est déterminant dans la création de valeur. Si on demande aux joueurs de Private Equity ils vont dire que Oui effectivement c'est le cas. Mais je crois qu'il y a des études qui ont été qui ont été faites mais là c'est plutôt pour comparer des sociétés cotées en Bourse

et d'autre part des sociétés avec un actionnariat private equity à pouvoir comparer dans des périodes entre autres des crises comment les performances de ces groupes se comparaient.

Et la conclusion l'a été que la manière de travailler justement d'un investisseur de PE faisait que ce type de société réagissait beaucoup plus rapidement sur des situations de crise où il faut prendre des décisions rapides, le revers de la médaille d'une société cotée c'est il y a un board on tombe sur la problématique du rôle du conseil, des administrateurs indépendants etc. qui vont d'une manière ou l'autre faire en sorte qu'il y a beaucoup plus d'avis autour de la table qu'autour d'une table typique avec un joueur PE.

Et là on tombe dans la problématique de la gouvernance où typiquement dans un board d'une société surtout mid caps, small cap le board c'est essentiellement le représentant de l'investisseur PE, souvent l'investment manager même, et d'autre part des représentants de l'actionnaire généralement minoritaire : le management ou quelqu'un qui est proposé par le management. Même si juridiquement ce board doit jouer le même rôle qu'un board d'une société cotée : ça veut dire agir dans l'intérêt de la société etc. il est clair qu'avec une table qui est composée d'une telle manière, le représentant du PE doit généralement changer de casquette de temps en temps en se disant : « qu'est ce qui est bon pour moi en tant qu'actionnaire » versus « Qu'est ce qui est bon ici dans le cadre de la société » puisque en tant que board member sa responsabilité fiduciaire c'est de faire en sorte que les décisions qui soient prises pour le bon de la société.

C'était assez intéressant parce qu'il s'agit d'un exemple où le type d'actionnariat peut influencer le contrôle ou générer l'influence que l'actionnaire a sur le management. Parce qu'évidemment un investisseur PE va toujours dire, et il a raison, ce n'est pas lui qui va gérer la société day to day ils n'ont pas les capacités de le faire et n'ont pas le temps de faire non plus, et ce qu'ils réalisent justement c'est aussi leur seul pouvoir vis à vis du management, puisque eux ils ont besoin du management et le management a besoin des investisseurs pour le financement de l'opération.

Le vrai pouvoir d'un investisseur de PE c'est qu'il sait se défaire du management et mettre un autre management en place. La sanction est relativement peu utilisée dans la mesure où l'essence même du buy-out c'est que entre management et investisseur de PE il y a un alignement of interest. Si tout va très bien, tout va très bien pour tout le monde et même un peu plus pour le management puisqu'ils vont pouvoir se partager peut être une partie additionnelle dans le return que l'investisseur a pu réaliser grâce à son investissement et au management.

Un investisseur professionnel joue donc clairement un rôle. Un des risques classiques, à un moment donné ces gens sont devenus tellement riches simplement par le jeu des carried interests. Donc il est clair qu'aussi longtemps que ces gens sont motivés et ont une équipe autour d'eux, ce qui les différencie vis à vis par exemple même des acheteurs corporate c'est que ce sont des professionnels de l'actionnariat qui ne font que chercher à investir et alors effectivement la problématique de valoriser au maximum d'une société durant la période d'investissement. Donc là le fait qu'on ait des gens autour de la table qui ne font que le métier d'investir, valoriser et désinvestir avec un management performant, un rôle de l'investisseur maître est d'avoir un bon management en place, permet de se demander dans quelle direction est-ce qu'on va, est-ce qu'on fait un buy and build, est-ce qu'il y a des zones d'améliorations ? Déjà durant la phase de due diligence les investisseurs potentiels et le management vont se mettre d'accord sur une vision commune stratégique qui doit mener ou qui devrait mener à une création de valeur.

S'il n'y a pas de création de valeur un investisseur ne va pas investir dans une société. La création de valeur peut venir d'une croissance top-line, une amélioration des marges, un buy and build ou dans le cas d'un turnaround, où on a une situation qui est exécrable, avec les actions menées à bien par un management avec un renforcement de la structure on peut avoir un effet pas top line mais des ratios de rentabilité. Mais le lien justement operational improvement : pour pouvoir faire ça il faut déjà avoir un fonds d'une certaine taille avec une taille critique d'un point de vue équipe, puisque les équipes typiques des fonds qui sont aujourd'hui actifs en Belgique de taille moyenne peuvent être entre 6 et 10 personnes. Et là dedans il y a des seniors et des juniors. Ces gens essentiellement ils sont occupés à rechercher des investissements, de négocier et éventuellement de faire l'investissement. Une fois que le portefeuille est constitué, c'est effectivement leur rôle de jouer au niveau du board, de jouer le rôle d'actionnaire pour mettre en place la croissance.

Après quatre à cinq ans période d'investissement terminée. Le fonds de succession va être créé. À ce moment là il faut à nouveau regarder de nouvelles cibles c'est pourquoi il faut avoir une taille critique pour pouvoir se permettre ce que certains font, c'est à dire s'occuper du operational improvement. Les grands fonds ont des équipes au sein du GP qui ne font que de l'operational improvement. Vis à vis de leurs clients etc. ça doit être séparé d'une manière totale pour des raisons de conflits d'intérêts.

2. Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?

Il est clair que le background professionnel d'une personne va certainement dans une certaine mesure déterminer le rôle qu'il peut jouer dans le cadre d'une transactions. Un investment banker, surtout un investment banker traditionnel, c'est un métier de court terme de deals making on prend les coms et c'est terminé. C'est tout à fait opposé à un métier d'investisseur au moment où le deal se fait que presque tout commence. Et la vision long terme la valorisation etc. est typiquement moins présents dans des profils bancaires mais ça l'est plus dans des gens qui ont déjà opérationnellement et non pas uniquement au niveau de pondre des slides stratégiques et des présentations etc. mais qui l'ont vraiment vécu au niveau société. Ce que l'on voit c'est une tendance maintenant que les profils, dans des fonds de taille mid cap, des 100 millions 300 millions en Belgique c'est déjà grand, de personnes qui composent le GP il y en a de plus en plus avec un profil, un background d'industrie sectorielle et où l'aspect financier vraiment, deal maker, financial structuring etc. devient moins important. Parce qu'en fait c'est devenu, aussi parce que l'industrie en Belgique est devenue de plus en plus mature et parce qu'il y a des départements de banques qui ne font que ça, c'est presque devenu une commodité. Dans une certaine mesure l'investisseur est un chef d'orchestre : c'est lui qui va coordonner tout le processus et tout ce qui va être mis autour de la table c'est presque de l'outsourcing. L'aspect deal making est devenu proportionnellement moins importante que dans le passé. Et on se trouve aussi dans une situation où aujourd'hui déjà il y a eu un buyout qui en est déjà à son troisième ou quatrième buyout, où il y a déjà eu trois investisseurs financiers avant qu'on soit entré, à ce moment là ça devient presque encore moins sophistiqué de faire l'investissement parce qu'en fait lorsqu'à l'issue d'un troisième buyout il y a un rachat qui va se faire tout est sur la table, tout a déjà été fait deux ou trois fois, il y a des due diligence, il y a un reporting performant.

Donc ce qui est encore important c'est le prix et comment je vais pouvoir ajouter de la valeur parce que c'est toujours la grande question à se poser avant les serial buyout c'est de savoir pour quel investisseur va faire un investissement non profitable. Ça va fonctionner une fois, deux fois, trois fois mais quelque part une fois ça va foirer parce que à ce moment là trop de dettes ou décroissance du marché. La phase operational improvement devient essentielle dans : « Comment créer de la valeur ».

Est ce que vous pensez qu'il y a moins de deal makers c'est aussi parce que les private equity recherchent de plus en plus des personnes venant de l'industrie pour être plus aptes à augmenter la performance des sociétés ?

Proportionnellement il y en aura moins, parce qu'effectivement de plus en plus les joueurs sont conscients qu'il faut pouvoir faire en sorte que la rentabilité d'une cible s'améliore au fil du temps.

Il faut avoir les profils les bons profils pour le faire. Très souvent le deal maker n'est pas le meilleur profil pour faire ça. Très souvent même psychologiquement, un deal maker dans un fonds n'aura un cick de faire un deal en 5 ans que trois fois parce qu'il y en a d'autres aussi qui le font. Je crois effectivement que proportionnellement dans des fonds de moindre taille on prend des gens avec un profil plutôt industriel ou commercial, qui ne sont pas nécessairement liés à 100% avec les GPs. Au niveau du board des indépendants on en trouve presque jamais, des indépendants au sens légal du mot. Ce que l'on voit de plus en plus, et c'est lié au network des investisseurs en private equity, qui dans le passé ont fait des transactions avec d'autres sociétés ou des CEO, des top managers sociétés qui sont devenus également intéressées par le métier private equity, c'est que ces gens rejoignent soit le board d'une société qui est aujourd'hui en portefeuille et qui est dans un secteur qui est proche de ce que la personne en tant que CEO a fait dans le passé.

A ce moment là évidemment il y a un input de profils et de knowhow qui est quand même fortement complémentaire avec ce que les investisseurs ont comme background. Ils ont une expérience professionnelle et pas simplement pouvoir vivre à distance : c'est comme ça qu'il faut le faire etc. mais vraiment l'ont fait. Ceci est important pour la holding period, mais ils peuvent aussi être liés à des fonds de private equity en tant que partner, qui ne sont pas là pour faire vraiment les investissements ou les exit, mais qui sont là pour vraiment jouer un rôle dans la valorisation d'une société.

Aussi dans la sélection des sociétés ?

Ils vont probablement jouer un certain rôle. Ils sont là pour leurs connaissances sectorielle. Il est clair qu'ils vont jouer un rôle mais leur rôle essentiel reste la mise au point de la période d'investissement. Un exemple en Belgique comme de ce type il n'y en a pas tellement. La GIMV a un Managing Partner qui n'a un but : operational improvement. Avant que ce soit le cas il y avait tout un travail de préparation. Il faut avoir un process, une procédure, des templates, comment est ce qu'on va

monitorer, il faut mettre des KPI etc. Il y a tout une infrastructure plutôt software, il ne faut pas avoir de purs et durs mais tout un processus de voir ce qu'on va faire pour. Il faut naturellement le faire tailor-made pour le type de sociétés, mais il faut quand même trouver une manière de systématiser l'opérationnel improvement dans le cadre d'un investissement. Il y a donc tout un travail de préparation : quand et comment etc.

Il faut aussi une library sur des études de comment faire une fois qu'on a investi ainsi que des templates et différents documents nécessaires. Ensuite, la philosophie de OI doit être également partagée avec le reste de l'équipe avec tous les managers, avoir une structure d'un fonds où il y a vraiment toute une équipe qui ne fait que de l'OI ça a ses avantages et désavantages. D'abord il faut beaucoup de monde, ça coûte de l'argent. D'autre part il y a toujours un peu aussi le lien qui est fait dans le monde de l'investissement ou celui qui a fait l'investissement pour continuer à le responsabiliser parce que ça fait une grande différence que lorsqu'on a fait soi-même un investissement on a quand même vraiment envie que cet investissement, même si sa rémunération n'est pas vraiment immédiatement liée avec le deal, mais plutôt la performance du fond.

Mais il y a un réflexe personnel que l'investissement qu'on fait puisqu'on a risqué entre guillemets l'argent du fonds pour un investissement il y a quand même un drive pour que ça se passe bien et il y a un intérêt particulier que quelqu'un qui est là pour faire passer un KPI de x à y.

Généralement il n'y a pas qu'une personne qui s'occupe d'un dossier surtout de taille même moyenne. Il y a toujours deux personnes qui suivent et on peut se mettre d'accord sur le rôle de ces deux personnes. La GIMV ce qu'elle avait mis au point aussi que même dans la due diligence au moment où l'investisseur ne sait même pas encore à 100% s'il va investir, surtout lors d'une due diligence exclusive, quand le vendeur ne négocie qu'avec une contrepartie, l'équipe OI va se rejoindre à l'investment team qui est en train de travailler pour déjà préparer ensemble ainsi qu'avec le management le plan des premiers 100 jours. Voilà si on a investi il a quand même des améliorations possibles. Quelles sont les trois priorités pour justement créer ce retournement ou une amélioration en valeur. Déjà durant la période due diligence il y a déjà le premier draft que sera celui des actions à prendre une fois que l'acquisition se passe. Et là justement entre en jeu alors tout ce qui est l'instrumentaire de ce qui a été préparé au niveau du plan à 100 jours ça a l'air de quoi. Quelles sont les différents types d'actions possibles pour arriver à ça qu'est-ce qu'il faut faire au niveau opérationnel pour augmenter ce poste ou ce poste.

Donc tout ça à ce moment-là a déjà été presque préparé avec l'appui d'une équipe qui ne fait que ça. Et une fois alors que l'investissement se fait, ça dépendra probablement de la situation de la société même, soit s'il n'y a pas vraiment quelqu'un qui est sur le dossier en tant qu'OI, ce qui a été préparé : les différents documents à compléter par celui-là qui va suivre l'investissement et qui va permettre à la GIMV et à l'équipe de pouvoir juger si ce qui avait été prévu est mis en place.

Mais ce jeu est devenu essentiel (le point A). A fortiori dans des situations où il y a déjà eu ou trois fois un acheteur financier qui a fait parfois en partie le même exercice que l'investisseur a fait.

Vous dites : est devenu essentiel, ce n'était pas le cas il y a 10, 15 ans ?

Bien sûr c'est la maturité de l'industrie et ça devient de moins en moins facile à faire. C'est plus facile d'implémenter ça pour une bonne société familiale qui d'un point de vue performance et organisationnelle et processus et contrôle n'a pas été optimisé. Mais en Belgique certaines sociétés ont eu 3, 4 investisseurs financiers. Et parfois même des plus grands anglo-saxons qui ont passé à la machine des reporting avec un reporting presque over-reporting. OI s'est mêlé d'un commun accord avec le management et leur dire ce qu'il faut faire. Avant typiquement le rôle d'un PE c'est la grande stratégie : on va discuter des acquisitions et investissements au board et puis ils attendent un bon reporting anglo-saxon tous les trimestres chaque fin de flotte. Donc essentiellement les grands axes stratégiques long terme et un reporting. Et si ça foire à un moment donné, management dehors et on le change. C'est devenu beaucoup plus participatif pour arriver à un résultat d'amélioration et de création de valeur. Avant encore c'était : on achète on vend et effet de levier.

Je crois que ça devient de plus en plus difficile dans des grosses boîtes de faire de l'OI dans une multinationale qui est détenue par un investisseur PE. Je ne crois pas qu'il y ait beaucoup de choses à faire à ce moment-là on tombe dans le trap des consultants. En Belgique on est vraiment dans le segment small cap mid cap. Mais mettre des McKinsey et Bain ce n'est pas la solution. Et si on veut vraiment arriver à des situations où on veut mettre en place certaines structures, processus pour améliorer la société c'est l'investisseur lui-même qui doit se charger et faire en sorte que ça se mette en place.

La plupart des fonds en Belgique, ou même en général sont des fonds non spécialisés, sectoriels. Surtout dans leur secteur private equity, buyout, on est agnostique du secteur. Contrairement à

beaucoup de métiers genre VC. Ce sont des fonds pour des « special situations », les sociétés de turnaround ou qui investissent dans des sociétés underperforming. Et là évidemment il y a un gain important à faire d'un pour un investisseur si on arrive à rendre la boîte rentable. Justement la création de valeur peut être très importante puisqu'on peut passer de cette façon d'un EBITDA négative ou ridicule à un EBITDA positif et même largement positif et avec des multiples cela peut résulter dans pour une création de valeur importante. Pour le reste d'un point de vue sectoriel y a très peu, à part Vendis qui est un investisseur retail, au sens large.

On voit dans la définition générique du private equity qu'ils investissent dans des sociétés underperforming. Ce qui est devenu aujourd'hui pas nécessairement la bonne définition parce que bon le secteur est devenu en Europe et en Belgique tellement omniprésent qu'il y a très longtemps qu'on ne se limite plus à ces sociétés sous performantes. C'est devenu une spécialisation et en même temps c'est presque devenu un must have d'avoir quelqu'un qui possède ces compétences, soit dans l'équipe soit en faisant appel à des services externes. Il y a des consultants spécialisés comme quantes et advanced business coaching qui sont beaucoup actifs dans le private equity pour aider les sociétés de passer de deux à trois usines. Il y a des compétences nécessaires de la société pour pouvoir y arriver mais aussi des connaissances opérationnelles et pratiques qui peuvent être outsourced par des gens qui l'ont déjà fait quelques fois.

Pour aider. à ce moment là parce que l'éclair va passer de trois à la même. La même production en faisant autre les routes des usines etc. fermer une usine on vend des terrains des usines etc. et des possibilités d'améliorations importantes peuvent se faire et dénoncer les choses d'abord doit être identifié au niveau de la société soit par le management soit par l'investisseur private equity dans l'analyse de ce façon les résultats arriver dans trois ou quatre pages ex.

Question 8

GIMV, en regardant son site, ils ont défini certains secteurs dans lesquels ils investissent, mais ils sont très large, ils sont surtout là pour le marketing. Même s'ils ont des secteurs de préférence ils vont regarder d'autres dossiers. Et ils ont un monsieur OI, qui est top manager et son rôle principal c'est de déterminer la philosophie d'OI, de l'implémenter et de la roll out et monitor. Ils ont sous une forme ou une autre une forme de conseil dans le secteur, que ce soit l'advisory board (ex-CEO) qui ont un network et qui éventuellement peuvent entrer au board/management de la société rachetée, quelqu'un de l'équipe, ou quelqu'un d'externe.

Dans les fonds plus petits se sont les managing partner qui se partagent le portefeuille de sociétés construit 3 du fonds précédent et 7 fonds existant, et tu en suis 3 puis tu n'as déjà plus de temps.

Et je ne parle même pas encore d'un suivi à la loupe. J'ai découvert. Dans la gestion de société de portefeuille généralement par partenaire, trois ou quatre sociétés qu'il suivent c'est déjà beaucoup.

4. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Avoir des cas où il y a une création de valeur sans qu'on n'y touche c'est assez rare. On n'y touche pas.

Ce n'est plus soit l'un soit l'autre et les investisseurs ne regardent pas comme ça. A part peut être les fonds spécialisés en turnaround. Il existe une zone grise entre des sociétés qui sont turnaround et de sociétés qui sont underperforming. Je crois que là avec ce qui est au niveau des investisseurs.

Aujourd'hui il n'y a plus de low hanging fruits. Peut être dans le segment small caps mais là aussi il y a tellement tellement de monde qui est sur le marché, qu'un vrai proprietary deal qui est vraiment sourcer par l'investment manager même et où on est seul à négocier avec le vendeur c'est devenu très rare.

Une partie du rendement supérieur des fonds est justement dû au fait que les investissent dans des sociétés qui à la base ont déjà un rendement supérieur aux autres sociétés comparables.

Je pense qu'on peut tout démontrer avec des statistiques et des études. Si cette étude a été faite et qu'avec leur échantillon ils sont arrivés à cette conclusion c'est possible. Il est clair évidemment si on investi dans une société qui tourne bien et qui a toujours encore de la potentialité en soi. Le risque d'exécution devient beaucoup moins important. C'est très bien d'avoir une belle stratégie des beaux plans et même un plan d'action très concret mais si ça foire dans l'exécution, c'est dommage.

L'exécution risk est quelque chose qui est très important. Si tu as une société qui est bien organisée avec un management qui est équilibré etc. tu dis voilà ce qu'on va faire et si l'équipe est bien soudée et connaît son métier il est moindre que pour une équipe qui ne tourne pas bien. Mais je crois qu'effectivement le fait d'investir dans une société qui tourne bien ça va faire en sorte qu'on va payer plus, mais d'autre part l'exécution risk est moins important que dans le cas contraire ou on investit à un prix plus attractif mais on met le CEO ou le CFO à la porte. Je peux comprendre que certains investisseurs qui sont très loin de tout ce qui touche au turnaround vont essentiellement se concentrer sur de belles sociétés. Mais bon il y en a beaucoup qui se comptent sur ce segment. Les prix vont donc être très cher. Alors la question est de savoir si j'achètes à fois 10 si dans 3 ans le marché est à fois 7 il faut déjà commencer à faire des calculs. Donc il faut un EBITDA en croissance etc. mais il faut voir la réalité vs les spreadsheets.

L'exécution risk est donc un critère d'investissement qui est assez important. Quels sont les autres critères d'investissements qui sont les plus importants ? (Question 1)

Tous les fonds disent la même chose. Le premier c'est est-ce que la société est dans le segment de taille dans lequel j'investis ? Tout ça est déterminé par le type de fonds qu'on est. Sinon ça va toujours être la même chose sur les sites : une société avec des belles marges, un potentiel de croissance, un bon management, etc. Il n'y a pas vraiment de investment criteria sauf ceux qui sont déterminés par la stratégie du fonds. Que ce soit généraliste ou spécialisé, la taille des sociétés est quelque chose d'important aussi pour segmenter les fonds. On peut être en bon investisseur dans en small cap, mais pas dans un autre.

Les investisseurs institutionnels aiment les GPs qui restent dans leur segment car eux veulent investir en mid cap par exemple. Ils n'aiment pas un fonds où un manager a été bon qui passe de 300 à 1 Milliard car il est devenu tellement populaire, mais là ils vont se mettre dans une autre ligue, car les profils et les connaissances des GP ne sont pas nécessairement transposables. Schoenmaker blijf bij jouw leest. Il y a toujours une croissance normale : quand on a un fonds qui passe de 200 à 300 ou 400 ça va pour autant que l'équipe soit agrandie, complémentaire etc. mais changer de catégories c'est moins évident. Mais l'essentiel pour tout le monde c'est de faire un investissement le plus rentable possible.

C'est parce que l'industrie devient plus mature que les investment criteria sont assez similaires ?

Je crois que ça a toujours été le cas. J'ai été actifs dans les années 90 et on cherche toujours un secteur qui est porteur, ce qui est encore plus importants pour les minoritaire car tu n'as pas la sanction ultime de mettre les gens à la porte. Donc ça peut être compliqué de mettre le CEO à la porte et c'est pourquoi l'aspect management est un des plus importants investment criteria (surtout minoritaire).

Je crois qu'il est aussi plus facilement interchangeable dans les plus grosses sociétés. Parce que il y a des structures, du middle management etc. Mais tout ceci touche au sujet du rôle du CEO dans le succès de l'entreprise. Donc le management est important comme investment criteria, surtout dans ce qu'on voit ici en Belgique Belgique avec Ontex étant un des plus large buyouts, mais qui est plus un large midcap.

Majoritaires vs Minoritaires

Oui c'est clair. Beaucoup de monde est minoritaire. Dans des situations de buyouts les minoritaires sont souvent des gens qui co-investissent et qui ne sont pas vraiment à la manœuvre.

Il y a des grands fonds institutionnels qui investissent dans les fonds par après investissement aussi directement dans les sociétés et ils sont minoritaire. Et ils ne font quasiment rien. Les LP vont presque se battre pour avoir des bonnes opportunités d'investir.

Ils se disent qu'ils investissent ensemble avec un fonds qu'on a nous mêmes sélectionnés, ces gens on connaît se sont des professionnels. L'avantage du LP c'est de pouvoir profiter des analyses du fonds sans nécessairement devoir investir et puis faire du cherry picking. Mais finalement dans cette situation minoritaire il n'y a rien à dire parce que même déjà il va contractuellement prévoir que lorsque le fonds vend je dois vendre en même temps. Une autre catégorie de minoritaires sont les minoritaires qui investissent 5-10%. C'est presque un investissement passif où l'on a choisi la société et on a un pacte d'actionnaires minimaliste. Et pour le reste ça va être essentiellement plutôt un suivi des investissements.

Evidemment plus on est important en temps que minoritaire, plus on a prévu dans le pack d'actionnaires qu'on peut exiger plein de choses, pas seulement être représenté au board, mais aussi dans un comité stratégique ou à la limite du vont même parfois se comporter d'une manière aussi active vis à vis des sociétés que des fonds de buyout par exemple dans le rollout de stratégies et éventuellement des plans d'amélioration. Souvent avec les droits qu'ils obtiennent ils sont parfois devenus aussi incontournables dans la gestion de la société. C'est moins évident de dire minoritaires vs majoritaires dans ces cas. Ce qui est donc important c'est de prévoir en tant qu'investisseur d'avoir un maximum de droits et de possibilités de s'ingérer un peu de situations, a fortiori quand ça va mal mais aussi dans une situation normale où les droits des minoritaires vont beaucoup plus loin que simplement qu'un investisseur passif. Mais il y en a qui font ça.

Long term vs court terme

Reste évidemment la problématique long terme versus court terme. Très souvent les minoritaires se retrouvent dans un segment not closed-end. La plupart des fonds closed-end essentiellement investissent majoritairement. Ou dans des situations où ils sont minoritaires où en co-contrôle et où ils ont toujours à la clé la problématique de l'exit. Par définition à un moment donné ils doivent désinvestir. Car il est contractuellement prévu qu'après dix ans tout doit être vendu. Majoritaire par définition ça donne le droit de décider quand et les minoritaires à côté de toi doivent suivre.

Typiquement le type d'investisseur qu'on a retrouvé en tant que minoritaire sont soit des investisseurs captifs comme Fortis et ING soit des family office ou Holding, comme Verlinvest et Cobepa.

Il y a maintenant la question de s'il continue à travailler avec cette formule closed-end. Parce que les exemples le démontrent : la croissance ou la création de valeur ne s'arrête pas après 4 ou 5 ans est dans une société qui est bien gérée dans un bon secteur la croissance va continuer. Et un fonds closed-end force le GP à cristalliser la création de en réalisant un capital gain. Mais par après il doit retrouver d'autres cibles soit dans le nouveaux fonds soit dans le fonds existant. Tandis que si la société qu'il vient de vendre peut doubler de valeur après trois ans avec un profil de risque pour lui qui est beaucoup plus réduit que cherchez une nouvelle cible et un nouveau management, pourquoi ne pas garder plus longtemps ce genre d'investissement à la limite de le vendre après 7 ans à un multiple de 4 ? L'IRR ne vas pas nécessairement être beaucoup plus important, mais simplement l'Euro value en multiple investment va faire qu'en Euro il y a un montant beaucoup plus important sur la table et at the end of the day, tant pour les investisseurs pour le GP ce sont les euros qui comptent et pas l'IRR.

C'est toute autre chose qu'analyser un fonds de private equity pour savoir si on veut mettre de l'argent dans ce fonds que d'analyser une société. On investit dans une équipe, il n'y a pas de bilan. Avec comme seule analyse possible d'un point de vue quantitatif, la performance des fonds précédents qu'ils ont géré et analyse plus poussée est de savoir comment ils y sont parvenus. Et en quelle mesures ce sont eux qui l'ont fait. Le mérite d'un investissement revient souvent au lead investor. C'est plus facile de co-investir.

L'analyse ne doit pas se limiter à ce que le GP car a les entendre : ils sont tous top quartile, on a moins 120 ans d'expérience cumulés autour de la table, et notre performance c'est multiple autant IRR autant. Il faut savoir ce qui est réalisé ce qui ne l'est pas et d'où viennent les multiples. Si tu as eu deux pertes totales et un l'investissement qui a fait x8 ? Parce que tu as eu de la chance cette fois mais c'est quand même une perte totale et une perte totale dans un fonds c'est mauvais signe. Donc la qualité d'une performance MoI, IRR au niveau des fonds n'est pas nécessairement la seule à observer. Donc il faut d'analyser quantitativement portfolio company par portfolio company. Qu'est ce qui a été généré comme rendement ? Qu'est ce qui est réalisé ? Et d'où vient la performance ? Tout ceci est quantitatif et le volet qualitatif est presque plus important, c'est de vraiment voir l'équipe autour de la table, les associates, investment directors etc. et voir comment les relations sont entre ces différentes personnes. Le managing partner il a 50 millions d'euros sur son compte est-ce qu'il a encore le drive de chercher des bonnes opportunités de dédicacer 100% de son temps dans la gestion du fonds ou pas. Mais le plus tangible c'est le track record. C'est pourquoi il est difficile d'analyser les first-time funds. Mais la performance du passé ne garantit rien. Mais si la performance est consistante et les premiers fonds sont tout a fait realized, et que les investissements sont fait de manière cohérente il y plus de chances d'être dans le bon.

Question ticket.

Il faut essayer d'essayer de rester le types de fonds que tu es, aujourd'hui il y a très peu d'investisseurs qui disent : moi j'investis 5 et demain j'investit 50. Soit on est dans le segment small caps et l'organisation du fonds et la manière de gérer va s'adapter à la taille des investissements qu'on fait.

Il n'y a personne qui dit aujourd'hui qui dit j'investit tant dans du small que du mid que du large cap. Donc déjà on se spécialise on a les structures en conséquence. Et le temps qu'il faut consacrer en tant

qu'investisseur varie fortement d'une société à l'autre. A montant égal il est clair qu'on va préférer plutôt une société qui tourne bien qu'une qui tourne mal. En montant absolu faire un investissement dans un dossier de 2 millions ou faire un investissement de 50 millions. Il y a une partie du travail qu'on ne peut pas compresser et qui peut prendre beaucoup de temps et parfois même plus de temps dans une petite société que dans une grande société. Les investisseurs minoritaires doivent donc faire en sorte d'investir dans des sociétés où le time cost ratio soit à l'équilibre et de ne pas investir une somme minimum. Il faut faire une due diligence, il faut utiliser un big 4 etc.

Peu importe le montant investi ?

En théorie oui, mais évidemment dans des investissements de taille moins importante ça ne va pas se faire avec la même profondeur et ça va être fait par une boutique moins importante qui fait la même chose mais à un prix différent. Intrinsèquement la même chose doit se faire dans des petits dossiers que des plus gros. D'où c'est assez alléchant de se dire d'investir 10 plutôt que 50. Tant qu'on est dans le segment qu'on avait prévu et dans un secteur dans lequel on est confortable. Mais un fonds qui a investi il va consacrer autant de temps pour une société où elle a investi 20 que 40, ils ne vont pas faire de distinction, pour chaque dossier ils vont investir la même d'énergie avec la même ambition : de réaliser de la croissance et de la création de valeur.

Actions impact négatif

Par définition aucun GP ne va implémenter une action dont il sait que cela aura un impact négatif. La seule chose pour laquelle il peut se gourer c'est l'effet de levier qui a été exagéré. Le seul point où de manière délibérée il sait que ça peut avoir un impact négatif. Voilà je fais cette acquisition et je vais mettre autant de dettes là dessus c'est une action réfléchie. Mais si on investit en haut du cycle et l'EBITDA ne suit pas à un moment donné la société est surendettée et le surendettement a été la conséquence d'un choix que l'investisseur a fait. De se mettre vraiment à la limite de ce qui était possible dans le marché et ça peut se retourner contre lui. Exemple PCCM, aux Pays-Bas Presque la quasi faillite de la société avec évidemment pertes d'emplois etc.. Et ça a été a donné lieux aux Pays-Bas à tout un débat politique. NVP est l'équivalent de BVA.

Après exit

Je pense qu'il n'y a pas de lien causal entre l'un et l'autre, il ne faut pas surestimer ce que la présence d'un investisseur PE a eu dans une société. Lorsqu'il y a une phase de croissance par après, il reste l'évolution de la société même que le PE soit encore actionnaire ou non. Je ne crois pas qu'on puisse dire quelque chose à propos de ce qui va se passer cela dépend de tellement de facteurs et je ne pense pas que le facteur type d'investisseurs précédent joue beaucoup.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

a. Select the most promising companies

b. Improve the performance of your companies through your own actions

c. Others

C'est clair que sélectionner les meilleures compagnies, c'est très important. C'est sans doute la chose la plus importante. Quand tu investis dans du growth, souvent l'entrepreneur a déjà en place une structure établie, et donc notre approche va être différente d'un VC. Si on investit dans une boîte growth, on aura déjà quelque chose comme 3 touch points : CEO, CFO, Sales Manager. Donc ça sera peut-être un peu plus difficile de pénétrer l'entreprise, mais ton rôle en tant qu'investisseur sera sans doute totalement différent. Mais il est clair que sélectionner les bonnes compagnies est crucial. Par contre, ce qui est selon moi beaucoup plus important que sélectionner la bonne compagnie c'est être certain que l'on investit dans les bonnes personnes. On investit dans des sociétés quand même relativement naissantes, des sociétés encore en croissance, qui ont des pourcentages de croissance qui sont de double digit, donc ça va à une telle vitesse, que c'est très important de comprendre dans qui on investit, dans des gens qui sont des visionnaires. En fait, des gens qui savent gérer cette croissance rapide. En effet, énormément de gens sont de très bons visionnaires, de très bons entrepreneurs quand ils ont de petites boîtes, mais quand ça croît tellement vite, beaucoup vont perdre les pédales. Soit parce qu'ils ne deviennent plus rationnels, parce que c'est leur bébé et qu'ils ne voient pas ce qui ne va pas bien, soit parce qu'ils n'ont pas les capacités tout simplement, ils n'ont pas le background, ils ne sont pas assez skilled, ils n'ont pas la capacité simplement pour gérer cette croissance. Donc c'est extrêmement important d'investir dans de bonnes personnes, et surtout de savoir, et surtout que le CEO le sache, quand il doit laisser la main. Énormément de CEOs sont de très bons visionnaires mais peut-être de moins bons managers. Il est peut-être temps pour eux alors de laisser la main à quelqu'un d'autre qui est un meilleur manager. Tu peux rester au Board ou avoir une influence quelconque, mais qu'elle soit via un autre canal, mais ce moment-là, il y a énormément de gens qui ont du mal. Parce qu'il y a un côté émotionnel, parfois ils ne sont pas rationnels.

Donc moi je dirais que c'est très important de choisir les bonnes sociétés, les bonnes personnes, la capacité aussi de recruter les bonnes personnes quand la société croît. Énormément de sociétés font l'erreur par exemple quand elles vont aux US de se dire qu'elles vont engager des gens pas trop chers, ils engagent des gens qui ne sont pas assez compétents et ils se cassent la gueule. Donc c'est très important, le recrutement dans une société comme ça assez naissante est clé. Que ça soit le CFO, CEO, la société peut être incroyable et l'idée peut être incroyable, si le CEO n'est pas bon, c'est fini.

Les autres drivers de la performance, je dirais qu'il faut toujours penser à la sortie, qui pourrait acquérir cette société demain, quelle pourrait être la prochaine phase de croissance, quoi ou quand on pourrait l'intégrer? Et la dernière chose, c'est très important quand on investit dans ces sociétés, c'est de ne pas être perçu comme un investisseur financier. On est vraiment un partenaire et ce n'est pas du bullshit marketing, on est vraiment un partenaire qui est là pour les aider pour développer certains éléments avec eux, mais attention, on n'est pas là non plus pour leur faire de l'ombre. Donc c'est toujours une sorte d'équilibre: il faut être là sans être trop là. Parce que sinon on va dire que Fortino est là tous les jours et qu'on les empêche de se développer. Il faut leur laisser de la liberté, mais on a toujours une place au Board dans lequel on va avoir une influence. Il faut être là sans être trop visible.

On fait des investissements majoritaires et minoritaires, mais on essaie toujours d'avoir une influence. On va avoir un Board seat. Après on va faire du majoritaire/minoritaire, ça dépend de la taille de la société. C'est clair qu'on tente de faire du majoritaire, mais énormément d'entrepreneurs ne veulent pas donner de majoritaires. Notre scope est le Benelux, la

France et l'Allemagne. Comme on est très opérationnel, on veut que cela soit près, qu'on puisse prendre un train et y être rapidement.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

- a. How do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period?
- b. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?
- c. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

Evidemment. Mais je ne dirais pas que c'est nous qui apportons de la meilleure performance. On ne tick pas une box en disant que Fortino est là et qu'on va faire une meilleure performance. Ce qu'on amène, c'est vraiment une vision extérieure, une *outside-in perspective*. Ce qu'on va dire, c'est que nous en tant qu'investisseur financier, on va regarder la société avec parfois un angle un peu plus rationnel, avec un angle un peu différent de ce que les managers feraient. Et donc on va apporter notre pierre à l'édifice, on va sans doute aider à mettre en place ou améliorer toute une sorte de process, on va aider au recrutement, on va aider à développer à mettre en place ou développer un business plan, on va les aider à les mettre en contact avec différents contacts si ils veulent s'étendre dans d'autres pays, on va les aider à trouver des nouveaux clients, parce qu'on a un réseau de clients via nos autres sociétés de portefeuille assez conséquent. Donc on va mettre beaucoup de gens ensemble mais je ne dirais pas que nous du jour au lendemain nous allons faire tripler la société en termes de revenus etc. Ce n'est pas comme ça que ça fonctionne. On les aide juste dans différentes étapes de leur développement et sur différents aspects à faciliter leur travail. On leur donne une connaissance qui est sans doute différente. On leur apporte un son de cloche qui est différent. C'est toujours bien d'avoir une vue extérieure qui va te challenger, c'est d'ailleurs pour ça qu'on a une place au Board et qu'on a des relations avec nos portfolio companies où on échange énormément avec eux. Je suis persuadé que ça a un impact sur la performance, et ça c'est sans doute dans un second temps. C'est plutôt la conséquence que la cause.

Lorsqu'on a une décision d'investissement, c'est toujours basé sur une rencontre avec leur équipe, notre équipe, une due diligence qui est complète, que ce soit commercial, financière, légale, etc. Tout ça est regardé avant. Après, c'est du cas par cas, et ils est possible qu'ils veulent refaire leur business plan, ils veulent s'étendre dans tel ou tel pays, on va les aider à faire ça. On va toujours regarder les chiffres avant d'investir, on n'investit jamais dans une entreprise simplement parce qu'il y a un fit avec le management. Il y a toujours un vrai travail derrière et c'est validé ici en interne chez nous par l'Investment Committee à qui on va présenter des faits et des présentations qui sont assez importantes.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Lorsqu'on commence avec une société en portefeuille, on va toujours s'asseoir avec eux et mettre avec eux en place un plan d'actions pour les 100 premiers jours. On explique tous les changements qui vont être nécessaires et on va les aider à mettre la machine en marche. On va lancer différents chantiers. Ça peut être changer le management, recruter de nouvelles personnes, étendre l'offre de produits, se mettre dans de nouvelles géographies, attirer des nouveaux investisseurs et changer la structure du capital, faire du buy-and-build et se consolider pour être plus gros pour survivre, on veut étendre dans tel ou tel marché,

donc on peut demander à un cabinet de conseil de faire une étude, ça peut être très large. Il y a énormément de choses que l'on peut faire avec eux.

a. Which actions improve the performance the most according to you? Why?

Il n'y en a pas une spécifique, c'est une combinaison de pleins de choses. Et souvent on ne voit les résultats qu'après, donc pour nous c'est impossible d'avoir une relation directe par rapport à une des actions qui a été prise. On sait évidemment qu'au cas par cas, certaines actions sont plus importantes que d'autres. On peut par exemple changer le management si on veut quelqu'un d'adapté pour la situation.

b. Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?

Certaines actions peuvent toujours avoir un impact négatif. Le plus important c'est de se faire voir comme un partenaire à long terme. C'est très important de ne pas se faire voir comme un acteur financier, parce que si il y a une mauvaise nouvelle, il faut qu'on le sache. Ça peut arriver, il va toujours y avoir des mauvaises nouvelles. Il faut simplement que la société qui est dans ton portefeuille ose nous dire quand quelque chose va mal. Il faut que ça ça rentre en compte. Si il y a un *chinese wall*, c'est fini. Il y aura d'autres mauvaises nouvelles, on ne le saura pas et ça rentre dans un cercle vicieux de manque de confiance et c'est fini. C'est vraiment le plus important.

c. Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?

C'est clair que le background des Partners est important. Chez nous les Partners ont un background très opérationnel, donc on a vraiment mis l'accent sur le côté opérationnel, ce coaching actif de nos portfolio companies. Ce n'est pas seulement eux. On a des staffing meetings chaque semaine et on a un échange de l'information au sein de l'équipe. Pendant ces meetings, chacun va échanger et on va recevoir le feedback de chacun. On a aussi tous les quadrimestres un portfolio review: on se met en équipe et on va parler de toutes nos portfolio companies, il y a vraiment un échange de bons procédés. Ce n'est pas seulement la personne qui gère la portfolio company et son Partner, il y a vraiment un partage d'informations au sein de l'équipe. Le background des Partners, qui est très opérationnel chez nous, a un impact. Après, on a des consultants, des banquiers, des PE, des opérationnels. On a vraiment un mix et on amène tous beaucoup de choses.

d. Which measures do you implement to align the interests of the investee companies' management teams with your own (thereby reducing the agency costs/problems)? How does this contribute to improving the performance?

On utilise les carried interests. Les managers et le fonds vont être incentivés avec la performance des portfolio companies. Après, c'est toujours très difficile de dire à quel point ça ça a un impact.

e. Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?

Ça je pense que c'est clair, mais c'est du cas par cas à nouveau. Une boîte qui a été détenue par un PE, ils ont déjà fait une stratégie de buy-and-build, ils ont déjà consolidé un marché, ils ont sans doute déjà amélioré les marges, donc ça veut dire qu'ils ont déjà amélioré tous les process. Il y a souvent moins de place pour créer de la valeur. Nous on cherche plus des boîtes familiales ou des boîtes détenues par un entrepreneur. Donc là on va amener énormément en tant qu'investisseur financier, beaucoup de valeur. On va l'aider à revoir sa stratégie de pricing, à structurer les process. Si il y a déjà eu un PE avant, le travail a souvent déjà été fait. Il y a toujours une approche qui est différente. Si on prend un stratégique, ça va être compliqué parce que le stratégique a des synergies avec ces boîtes. Parfois on est dans des auctions, si on veut acheter une boîte et qu'on est en compétition avec une boîte qui fait exactement la même chose que la cible et qu'elle voit des synergies

gigantesques etc., souvent le stratégique va être capable de payer un prix plus élevé parce qu'ils ont des synergies que nous on n'a pas. Quand on est avec des stratégies, la manière dont on va approcher un deal est très différente. Et après il y a la famille où on peut faire du buy-and-build, on peut faire une augmentation sur les prix, on peut les aider à développer toutes sortes de process et vraiment amener de la structure dans leur société. L'ownership d'une boîte est extrêmement important lorsqu'on regarde les sociétés. Les actions vont être différentes en fonction des boîtes, mais il ne faut pas faire de généralités. Tu peux avoir une boîte familiale qui est extrêmement bien gérée, mais il est clair que si tu as un PE versus une boîte familiale, le PE a déjà pris toutes ces mesures. Il est rare d'avoir une boîte de PE où ils n'ont pas augmenté leurs prix depuis 10 ans, où il y a encore l'entrepreneur et tout le management, c'est impossible.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

On est en contact tout le temps, notamment grâce à notre place au Board, même si ce n'est pas tout le temps. C'est un contact important. On va avoir un rôle d'observateur: on va être au Board, on ne parle pas, n'est pas membre actif mais on est là. Tu observes et tu regardes comment se passent les relations. Tu vas aller dans l'entreprise, on n'a pas de timing défini, mais c'est presque une fois par semaine pour certains cas. De nouveau, c'est vraiment au cas par cas. Tu as des réunions pour discuter de tel ou tel sujet. Ça va varier dans le temps, si ils ont besoin de nous ou pas, et ça va aussi varier au sein de notre portefeuille entre les sociétés. Tu peux avoir des sociétés qui vont moins bien performer, et donc tu dois toujours choisir tes batailles, parce que tu peux être majoritaire, minoritaire. Tout ça va faire que dans certaines sociétés tu seras plus demandé que dans d'autres. Tu ne vas pas passer le même temps dans les sociétés que tu gères, ça dépend de la taille, de sa croissance, etc.

On a simplement des meetings tous les quaters où on regarde toute une sorte de KPI, on va souvent définir pour chaque société quels vont être les key metrics qu'on va regarder tout au long de notre partenariat. On a vraiment une relation assez proche et on mesure tous ces KPI chaque mois.

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

Ce n'est pas blanc ou noir. Ce sont des metrics qui vont servir d'inputs pour une conversation que l'on va avoir avec eux, soit au Board, soit en dehors du Board. On va chercher à comprendre les raisons pour lesquelles ils n'ont pas atteint les KPI, quelles sont les mesures à prendre. Est-ce que vous avez une idée de ce qui s'est passé, est-ce qu'il faut faire une étude, est-ce qu'on a l'advisor. C'est vraiment un input, basé sur des faits, mais ça peut être aussi d'autres événements et c'est clair que les chiffres entrent en compte, c'est très important.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

J'ai la tendance à dire que souvent les sociétés quand elles veulent croître, elles investissent énormément. Et donc quand tu investis beaucoup, tu fais du Sales et du Marketing, ce qui impacte négativement tes marges. Si jamais tu dois vendre ta société l'année prochaine, qu'est-ce que tu fais? Tu vas tout doucement réduire tes investissements, moins me développer, comme ça je dépense moins et je montre aux acheteurs potentiels une meilleure rentabilité et je la vends à un meilleur multiple. Qu'est-ce qui se passe si tu fais ça? Tu impactes négativement ta création de valeur parce que ta top line va être impactée négativement. Et donc il faut voir ça comme des cycles: il faut rentrer dans ces sociétés au bon moment et les aider à faire un cycle de croissance. Si tu es là au bon moment et que tu gardes cette société uniquement pendant 3 ans comme le font certains PE, tu as pour moi tendance dans certains cas à détruire de la valeur parce que tu investis d'une manière qui n'est pas toujours rationnelle.

On a une période d'investissement qui est de 4 à 5 ans dans la société même, mais après on peut toujours la rallonger d'un an ou 2. On a un peu de flexibilité. Mais à nouveau, c'est

du cas par cas et tu as certaines sociétés où après 2-3 il y a vraiment eu un cycle et il est temps de trouver un nouveau partenaire tandis que dans d'autres ça va prendre plus de temps.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

Nous on fait de l'opérationnel nous-même, mais on a aussi un réseau d'experts qui ont une sorte d'accord avec nous. On va les appeler au cas par cas pour leur demander des conseils sur des secteurs en particulier ou des sociétés en particulier. Ce sont des personnes qui ont été actives dans le monde corporate et qui sont toujours actives d'ailleurs, qui vont nous donner leur vision des choses. Ils peuvent nous renseigner sur des personnes qui pourraient nous aider, grâce à leur réseau. Donc on a vraiment un réseau d'experts que l'on va appeler au cas par cas. Eux ne sont pas impliqués au jour le jour dans les sociétés, c'est plutôt un réseau de conseillers.

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

On fait les 2. Si il faut les mettre en contact avec l'entreprise, ça sera normalement après, mais nous on peut les conseiller. Tu peux leur demander quelles sont les erreurs classiques qu'une boîte de tel ou tel secteur pourrait faire, les choses qu'on ne doit pas faire. C'est toujours important de parler à des gens. Quand j'analyse un secteur, c'est toujours important d'avoir des calls avec des mecs qui connaissent le secteur qui peuvent te donner une vision parfois un peu différente. Lire des rapports c'est bien, mais parler à des gens c'est encore mieux.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

On va avoir un impact différent. Si on a une minority stake, on va avoir moins d'impact que si on a une majority stake. Tout dépend de la taille de l'entreprise, mais on va toujours avoir un Board seat avec une sorte d'influence et c'est clair qu'on est un investisseur actif. On n'investit pas juste de l'argent, loin de là. On va toujours avoir un impact. Sinon ça ne sert à rien d'être là. Du capital, il y en a partout, les fonds lèvent de l'argent dans tous les sens, donc aujourd'hui ce n'est plus du tout un facteur différenciateur.

b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger "ticket" for your fund)?

C'est clair que tu vas passer plus de temps dans certaines portfolio companies par rapport à d'autres. Ça peut dépendre entre autres de la taille versus le reste, mais ce n'est pas que ça. Si demain tu as une petite portfolio company qui te demande beaucoup versus une autre qui est beaucoup plus grosse mais où ils ont moins besoin de toi, tu vas passer moins de temps. C'est vraiment du cas par cas. On essaie généralement d'investir dans de compagnies qui font toutes le même genre de taille, avec des tickets d'environ 20 millions, après ça peut être 10 ou 25, mais on aimerait bien avoir et on aura des compagnies de profils similaires, mais ce n'est pas pour autant que l'on va passer autant de temps avec chacune d'entre-elles, ça ce sera au cas par cas.

On valorise nos sociétés 4 fois par an, et si tu as une société dans laquelle tu as investi X millions d'euros, mais qu'elle ne vaut plus rien selon toi, mais tu te rends compte qu'en fait 2 ans plus tard elle est en très forte croissance. C'est important de ne jamais dire qu'on lâche du jour au lendemain une entreprise qui va moins bien. On peut régler l'influence ou passer un peu moins de temps, mais on ne va jamais abandonner. Tu as des exemples qui sont vraiment assez impressionnants avec des sociétés à 2 doigts de la faillite et du jour au lendemain, elles explosent. Tu auras des sociétés qui vont croître énormément et puis elles vont atteindre un plateau. Une société va rarement croître de manière linéaire chaque

année. Elle doit un peu souffler et il faut consolider certaines bases. Le plus important à ce moment-là, ce n'est pas de passer moins de temps sur la société, mais c'est justement de passer plus de temps dessus, pour convaincre le CEO qu'il faut changer le management, soit qu'il faut simplement solidifier les bases avant d'atteindre une nouvelle phase de croissance. Il faut s'assurer que les bonnes personnes ne partent pas. Je suis tout à fait contre cette idée de se dire que l'on focus nos efforts sur celles qui croissent et on abandonne celles qui ne croissent pas. Après, ça peut être la cas mais pas tout le temps.

c. Pre-buyout performance of the company?

C'est clair que c'est important, on va toujours regarder ce que la société a fait dans le passé avant d'investir dedans. C'est rare que l'on investisse dans une société qui fasse du 1% de croissance depuis 10 ans à moins que l'on y voie vraiment un game changer et qu'on pense à quelque chose à laquelle personne n'avait jamais pensé. On investit dans des sociétés qui sont en (forte) croissance et donc il est clair que la performance avant l'acquisition va avoir un impact. Après, c'est du cas par cas. Beaucoup de fonds ne vont regarder que les sociétés qui sont en (forte) croissance, parce que si tu n'as pas de croissance, ça ne fonctionne pas. Il va y avoir des années où il y aura des plateaux ou autres, mais tu dois avoir une croissance de la top line.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

Je ne sais pas vous dire encore, parce qu'on a fait notre premier exit il y a 1 mois. On a vendu une compagnie à un Allemand. C'est la seule et on l'a fait il y a 1 mois seulement, donc je n'en sais pas plus.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

a. Improvement of the company through your own actions?

Ce sont les plus importants. L'accompagnement même des gens dans lesquels on a investi, toutes nos actions et le management au jour le jour.

b. Evolution of the market and its multiples;

C'est clair que ça a un impact aussi mais c'est plus faible. Evidemment, si le marché se casse la gueule, ça peut être plus compliqué d'un point de vue demande tout simplement pour les clients de la société. Pour les multiples c'est la même chose, on a des cycles où les multiples sont très hauts, comme pour les technologiques maintenant. Et donc énormément de fonds font des exits maintenant pour profiter des hauts multiples. Et donc ça a un impact sur ta performance, mais je ne peux pas dire que tu exits au bon moment en termes de multiples alors que tu as une société dans laquelle tu n'as fait aucune action et elle ne s'est pas développée, ça ne va pas aller non plus.

c. Leverage impact of the debt;

Nous on investit du pure equity, donc on n'a pas de dette. La société peut avoir un peu de dettes, mais nous on ne met pas de multiples de dettes à l'entrée.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

De nouveau, c'est du cas par cas. Chaque marché est différent, tu vas avoir des marchés qui sont complètement fragmentés où tu vas te dire que tu peux faire un buy-and-build agressif. C'est ce qui s'est passé dans le marché des maisons de retraite, des gros acteurs ont racheté toutes les plus petites maisons de retraite. Tu vas avoir des secteurs où c'est extrêmement fragmenté où tu peux faire du buy-and-build, tu vas en avoir d'autres où ce n'est pas le cas. Donc tu vas parfois avoir une histoire M&A, parfois pas. Parfois ça va être une histoire de couper les coûts, ou une histoire de greenfield, de la croissance organique. Tout dépend du secteur et du nombre de joueurs. Et après ça prend aussi énormément de

ressources à la compagnie. Si tu fais une stratégie de buy-and-build, il faut le CEO et le CFO aient le temps.

Le fait qu'on puisse consolider le marché n'est pas un de nos critères d'investissement en soi. Mais c'est toujours intéressant. C'est clair que si tu as un marché fragmenté que tu peux consolider et ce qu'on fait pour nos portfolio companies, on fait des follow-on. Lorsqu'on investit X dans une compagnie, tu vas toujours garder Y dans ton fonds pour faire des follow-on pour faire un investissement après pour faire l'acquisition de telle ou telle société. Souvent, c'est le cas et tu peux avoir des marchés qui sont plus consolidés que d'autres. Donc si tu vas avoir des possibilités de croissance inorganique, c'est toujours intéressant, parce que qui dit croissance inorganique, dit souvent synergies. Il y a énormément de secteurs où tu peux par exemple facilement faire l'acquisition de bases de clients de tes compétiteurs et facilement les faire migrer sur ta plateforme et faire des synergies. Après, tu vas aussi avoir des business où acquérir des clients de tes compétiteurs va être extrêmement compliqué parce que l'intégration au niveau technologique va être un cauchemar. Tout ça c'est le travail des banquiers de trouver ça. C'est vraiment du cas par cas, mais c'est clair que faire du M&A souvent amène de la valeur.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

C'est très personnel. Mais chez nous on passe relativement beaucoup de temps par rapport à la moyenne, parce qu'on essaie de vraiment faire bouger les choses. Ça dépend vraiment d'un cas à l'autre. Certains fonds vont te dire qu'ils font du pur investing, donc ils n'ont pas envie de mettre les mains dans le cambouis ou de déranger les entreprises au jour le jour. D'autres vont te dire qu'ils le font purement parce que c'est du marketing et que les entreprises veulent ça. Ils cherchent un peu un unique selling proposition et essaient de se différencier des autres fonds. Ou ils vont le faire avec une équipe séparée ou ils vont le faire comme nous. Moi j'estime que c'est important, je ne peux pas vous donner un pourcentage, parce que ça diffère du cas par cas, mais je suis persuadé, et nos Partners aussi, que c'est là que tu fais la différence. A la fois dans ta stratégie et dans la manière dont tu market ton fonds, mais également la manière avec laquelle tu as un impact sur les portfolio companies. On est certain qu'amener un oeil critique et challenger au jour le jour les CEO, les CFO et les entrepreneurs avec qui on travaille est extrêmement important. On a une plus grosse équipe que la moyenne parce qu'on est actifs, on a un regard critique et assez proche avec les portfolio companies, ce qui fait qu'on doit être un peu plus gros. Ça nous prend du temps, ce n'est pas toujours facile mais c'est là que tu apprends.

Introduction: le marché des entreprises privées dans lesquelles on investit est devenu hyper concurrentiel. Dans les années 80-90 et même années 2000, l'effet de réseau fonctionnait dans le cas d'une vente. Et on faisait une affaire qui était raisonnable. Aujourd'hui, tout est intermédié, donc même une entreprise familiale qui a en face d'elle une autre entreprise familiale, c'est intermédié. Dès qu'un banquier entend qu'une entreprise se pose la question de la succession ou de la revente, ça devient un dossier et les affaires se font au mieux disant et tout s'emballa et va vers un système un peu PE. Le gars qui débarque et qui peut financer l'acquisition avec un énorme endettement, a un avantage parce que l'endettement lui coûte très très peu, avec l'impact de l'endettement sur le WACC, il crée de la valeur même quand il n'en crée pas. Et pourquoi est-ce que ça va processer tout ? Parce que le banquier va demander un vendor due diligence, un strategic diligence, une diligence fiscale, sociale, etc. Les PE arrivent et montrent les 5 rapports, les banquiers les lisent et sont convaincus parce que les rapports sont faits par des professionnels. Et donc on va vers deals qui sont de plus en plus processés.

La réputation du fonds de PE qui veut acheter est-elle importante ? Je crois que la réputation de l'investisseur (PE ou investisseur professionnel) reste importante. Aujourd'hui, la question se pose moins car si on a KKR, on a CVC etc. Si on a Ergon, on a Cobepa, Sofina etc. Qq part, les banquiers qui intermédiennent tous les deals provoquent la dispersion vers tous les investisseurs potentiels de tous les deals. La plupart des fonds de PE interdisent aux managements de parler à toute forme d'investisseurs professionnels, et puis de toute façon ça ne servirait à rien car tout est devenu intermédié. Est-ce que cela voudrait dire qu'il y a un marché boursier du non coté, un marché de la liquidité ? Oui, mais il est bcp plus compliqué. Et si vous êtes bien dans les papiers de Rothschild ou autre, vous aurez certains books en premier, mais pas tous. Le métier a changé. On risque d'arriver à une espèce de déresponsabilisation, et arriver au CEO journaliste : les gens viennent expliquer. Les performances sont mauvaises mais tout va bien, je sais expliquer pourquoi. Ce n'est pas ça qu'il faut, il faut savoir quelles sont les mesures que j'entreprends pour qu'elles ne le soient plus, qq je fais pour que demain je ne sois plus repris dans la tourmente comme mnt.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

a. Select the most promising companies

b. Improve the performance of your companies through your own actions

c. Others

Nous devons toujours supporter le management, mais nous devons parfois être le contrepoids du management. Donc choisir le management est important, il faut bien travailler la matière stratégique (mission, intentions en tant qu'actionnaire que le management doit prendre en compte dans son plan d'affaires à long terme, et puis seulement bâtir une stratégie). La mission ne peut pas changer, les intentions peuvent changer, mais la stratégie doit être quasiment une opérationnalité. La stratégie c'est bien, mais l'exécution est fondamentale.

Quand on se casse la gueule, on a le management de crise. Seule chose qu'on sait quand on fait un investissement, c'est que le BP ne se réalisera pas, extrêmement rare que ça se développe.

Si on investit dans une entreprise, c'est pour le management. On n'investit pas où la première idée c'est de changer le management. Parfois on fait des erreurs sur la qualité du management mais on le remarque très vite. Si on s'en rend compte, la grosse erreur c'est d'attendre beaucoup trop longtemps. Nous on se pose parfois trop de questions et on n'ose pas le changer, mais si on fait une erreur sur le management, il faut le changer tout de suite. On n'investit pas spécialement dans des market leaders, on investit dans des sociétés que l'on estime nous être des sociétés gagnantes, mais ce sont surtout des couples

opportunités-management-marché qui vont faire la différence. Sur les 30 ans, on crée de la valeur de l'ordre de 2-4% par an, en plus des 9-10% du marché. La fortune de l'actionnaire entre l'année 1 et l'année 30 a été multipliée par X par rapport au marché. Sur les 54 investissements, on a 6-7 investissements fantastiques, et on a 3 désastres et 2 très mauvais investissements. Et dans ces 5 très mauvais, on avait des market leaders, mais des marchés de merde. Ce n'est pas aussi facile que de se dire que l'on investit dans le market leader.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

a. How do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period?

b. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

c. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

Toutes les formules d'investisseurs donnent des résultats similaires. Les PE font beaucoup de cas sur leurs rentabilités par rapport aux autres, mais omettent de dire qu'ils sont dans une bulle financière avec l'aide des banquiers (qui financent l'EBITDA). L'EBITDA n'a pas de sens, il n'y a que le NOPAT qui a du sens, on vous dit que c'est une non-CF charge, mais sur le LT dans une industrie, celui qui n'investit pas il est mort. L'amortissement n'est pas un cash out, mais les investissements sont des cash out, donc all in all. Je crois que si les PE n'avaient pas eu les banques qui leur prêtaient des montants considérables avec une tendance de diminution du coût de la dette, ils auraient eu beaucoup plus de problèmes s'ils n'avaient pas eu la liquidité. Sans liquidité, on n'est rien.

Les concurrents sont fondamentaux. Alors même que c'est la chose la plus importante que l'on doit regarder lorsqu'on investit, c'est la première chose qu'on fait mal. Parce qu'on se convainc qu'on va être meilleurs que les concurrents. Dans du PE c'est difficile parce que c'est privé, non coté. Si on a des comparables, évidemment qu'on analyse. Et c'est aussi ce que l'on dit aux managements, de comparer aux compétiteurs et expliquer pourquoi il y a des différences entre les performances.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Tout va tellement plus vite qu'avant. Au sein d'une entreprise, on est contraint à toujours être bons. Il faut le voir comme une stratégie de surf : surfer sur les bonnes vagues qui vous emportent, et sortir avant les rouleaux qui vous coulent. Et donc il faut surfer les vagues technologiques, tendancielle, de marché etc. Il faut forcer le management à toujours être au top et à toujours surfer les meilleures vagues. Il faut forcer le management à acquérir les skills nécessaires pour faire face à ces vagues qui émergent et pour continuer à être au top. C'est difficile parce que dans un environnement où le changement est exponentiel et extrêmement rapide, on va générer des solutions qui arriveront trop tard, parce qu'il y aura des nouveaux challenges qui seront apparus. Il faut une cinétique de management pour rebondir là-dessus. On a été les champions du M&A, Monsieur Frère a été le champion du M&A. Aujourd'hui, il faut être leader mondial pour être bon, et donc ça passe par du M&A. On utilise relativement peu de consultants.

a. Which actions improve the performance the most according to you? Why?

b. Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?

On fait des erreurs. Dans une entreprise industrielle, à la fois il ne faut pas être une entreprise d'ingénieurs qui va acheter les meilleures machines etc., mais en même temps il

nous faut cette machine. Du coup, on va dire au niveau CF de ne pas investir trop vite, mais il faudra tout de même faire des investissements. Ce sont des cercles absolument vicieux parce que la seule manière d'y arriver c'est de faire des investissements.

c. Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?

XX

d. Which measures do you implement to align the interests of the investee companies' management teams with your own (thereby reducing the agency costs/problems)? How does this contribute to improving the performance?

C'est FONDAMENTAL ! Tout ce qui est coûts d'agence et tout ce qui est clarté de ce que vous demandez aux sociétés dans lesquelles vous avez investi, c'est empêcher ait pour lui un avantage de faire à droite ce que vous savez qui est mauvais pour la société ou pour vous entant qu'actionnaire et qu'il faut aller à gauche. Le manager de temps en temps se retourne vers nous en disant que c'est nous qui avons un coût d'agence. Les investisseurs peuvent être omnibulés par leurs rendements qu'ils font faire des choses que le manager n'estime pas être en phase avec ce le bien de l'entreprise sur le long terme. Les coûts d'agence sont fondamentaux mais il faut toujours reconnaître qu'ils vont dans les 2 sens et donc c'est un des drivers de l'action actionnaire-gestionnaire fondamentale. Tous les deals qu'on a réussis sont des deals dans lesquels le couple actionnaire-gestionnaire était parfait. Les actions concrètes c'est d'en parler dès qu'il y a un problème. Il faut en parler au conseil d'administration, en parler avec le management, il faut le dire ! On en parle, on met les choses sur la table et on résout dans la transparence. Ma technique c'est de dire : cartes sur table, on dit ce qu'on pense. On n'a aucun avantage à garder des informations pour soi, la transparence est fondamentale. Croire aujourd'hui que l'on a un avantage d'avoir une information n'apporte rien du tout.

Il faut être en symbiose, il faut être le contrepoids (si un jour ça va moins bien, je vais t'emmerder) mais également les complices (le jour où il faut prendre une décision, on la prend à 2) du management. La transparence doit se faire sur le long terme. Celui qui connaît le mieux l'entreprise et l'industrie c'est le management. Il faut être transparent sur ce qui s'est passé sur des longues périodes et en ayant une vision à long terme : les 3-4 dernières années et quelles sont les tendances des 3-4 prochaines années ? Symbiose, transparence, complicité profonde, compréhension réciproque mais conserver l'esprit critique en leur posant en continu des questions sur « *Qu'est-ce qui se passe si ...* »

e. Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?

Je ne crois pas. Jusqu'en 2000, je crois que nous avons un avantage compétitif colossal, on était une des seules équipes pluridisciplinaires (juristes, investisseurs, industriels), aujourd'hui des équipes comme les nôtres il en existe beaucoup. Core Equity Holdings à Bruxelles, ils ont exactement le même plan de travail que nous, sauf qu'ils mettent plus d'endettent sur l'acquisition, sinon on fait le même métier. Tout le monde fait des beaux deals et des mauvais deals.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

C'est extrêmement important : le cas alpha : bilan, compte de résultats, tableaux de financement, le TRI et la création de valeur. On se fixe un coût du capital, on est très théorique parce qu'à la fin du jour c'est la même chose, c'est l'objectivité des chiffres, c'est quantitatif (x3). Si vous faites du 14% alors que le marché fait du 11,5%, vous créez 2,5% de valeur. Cette différence est importante (10% sur 7 ans pour doubler vs 7% sur 10 ans pour

doubler). Il faut donc être implacables envers les gestionnaires sur ce point de vue-là. Le problème c'est qu'on est de plus en plus à court terme, et que donc les années de référence à partir desquelles vous calculez le rendement rendent vos raisonnements un peu subjectifs, difficiles à faire approuver par vos collègues.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

J'ai 2 réponses : les plus beaux investissements et les plus beaux returns que l'on a faits sont des sociétés que l'on a détenues 5 ans et 30 ans, donc je n'ai pas de réponse. Simplement, quand on décide de conserver, on achète et ça c'est quelque chose qu'on ne fait pas suffisamment. On n'a pas de stratégie prédéfinie de sortir d'une société après 5 ans, mais paradoxalement on va toujours se poser la question s'il n'y a pas un acheteur dans le marché pour la liquidité. La liquidité est extrêmement importante ! On avait 1 milliard de cash, mais on a pris une ligne de crédit de 500 millions pour la beauté du geste. Si on ne nous la donnait pas, on aurait quand même acheté le deal parce qu'on avait le cash pour, c'est une puissance colossale, colossale !

Donc pour répondre à la question : positivement et négativement. Il n'y a pas de corrélation. Il y en a quand même une avec votre management, il y a une espèce de cycle. Les univers d'investissements et de désinvestissements des fonds correspondent assez bien à une espèce de respiration stratégique d'une boîte. Avoir un gestionnaire qui se renouvelle, qui se recrée après 7 ans et est encore une fois bon pendant 7 ans, c'est bien. Quelque part, une période entre 5 ans et 10 ans va faire que le couple management-actionnaire va s'exprimer, extraire le jus stratégique d'une boîte. Il n'y a pas de raison qu'ils ne le fassent pas une deuxième fois, mais c'est plus rare. La réponse finale est donc : le très long terme est très difficile.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

Alors nous on a des experts in-house.

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

Si on connaît un secteur à fond, dans certains cas on aurait été meilleurs. De temps en temps on fait appel à des spécialistes stratégiques. Souvent ce qu'on a fait dans le passé, c'est qu'on s'est allié à des gens qui sont d'un secteur pour bénéficier de leurs compétences. Et donc on était de temps en temps majoritaire avec des minoritaires. Ou bien, dans un de nos deals, on demande à un indépendant de rejoindre le conseil d'administration et cet indépendant a des compétences fortes dans le secteur. Et ça nous a très bien servi. Et donc il ne faut pas nécessairement avoir des contrats de consultants, mais je crois assez fort à l'apport d'un ou deux individus. A nouveau, c'est un challenge parce que vous allez devoir l'enthousiasmer, le convaincre de passer du temps vraiment, c'être honnête dans les interactions avec vous. Et ça ça dépend de la transparence que vous allez passer avec vous. C'est aussi beaucoup moins cher que Bain, McK, BCG etc.

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

Je suis très fort pour la majorité, pas la minorité. Parce qu'on est responsable. Nous sommes les champions des partnerships, mais de temps en temps ils se sont retournés contre nous. Les joint-ventures dans les acquisitions peuvent être très bonnes, mais très compliquées aussi. Tout va bien quand on a vraiment une identité de motivation, de stratégie, comme la famille Frère. Je crois qu'il faut un majoritaire qui prend des décisions, le management sait

qu'il a un chef et pas 3 ou 4. Le mauvais management, quand ça va mal, aimerait avoir plusieurs investisseurs pour pouvoir jouer les uns contre l'autre etc. Ce sont des évidences.

b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger “ticket” for your fund)?

Nos plus beaux deals sont les plus petits qu'on ait faits. On a un jour investi 0, et forcément quand on investit 0, on fait des profits gigantesques et on améliore la création de valeur globale du groupe de manière fantastique. Par contre, il est clair que lorsqu'on est responsable de 8 milliards d'euros, aller faire des deals de 20 millions ça n'a pas de sens. On s'éloigne des petites pépites pour faire des deals plus grands. Il n'y a pas de corrélation entre la taille des investissements qu'on ait faits et le return qu'on a obtenu. En termes de temps passé sur les deals, un petit deal demande à un analyste au final plus de temps parce que vous payez vous ne payez pas aussi bien le management, pas aussi riche pour attirer des talents et donc la taille peut avoir de l'importance. A contrario, petite boîte vous donnez des options et donc vous pouvez être hors marché pour les salaires mais être largement plus généreux que le marché au niveau des avantages en option et création de valeur.

c. Pre-buyout performance of the company?

Elles sont fondamentales ! Ce n'est pas seulement la performance de l'entreprise, mais bien *the whole lot you invest in* : le secteur, les concurrents, la société, le management. Ce sont ces performances-là qu'on doit analyser.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

Grand grand principe d'Albert Frère : il faut toujours que les sociétés quand on les vend aillent bien au minimum 2-3 ans après qu'on les ait vendues. Ça fait partie de la réputation et c'est le seul vrai juge ou arbitre. Si vous dites que cette boîte est belle et que le lendemain de la vente elle s'écroule, elle n'était pas belle. Alors que si elle est encore belle après 3 ans, on a fait du bon boulot. Si elle n'est pas belle, ça ne dépend plus entièrement de nous.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

a. Improvement of the company through your own actions?

b. Evolution of the market and its multiples;

c. Leverage impact of the debt;

Nous on n'a pas de dette, on a cependant eu des investissements avec de la dette. Mais selon moi dans les 5 qui ont mal tourné, il y en a 3 à cause de l'endettement.

L'évolution du marché et des multiples a justifié jusqu'à 1/3-40% de notre performance. Ce qui n'influence pas pour autant la surperformance ou la création de valeur. Si vous dites que dans votre taux de 14% j'ai 5% qui résulte de l'évolution des taux sur le très long terme et que comme je compare ma création de valeur à ce que le marché a fait (11-12%), on a créé 2-3% de valeur, mais le marché lui-même a fait du 11% parce que 4 ou 5% de ce que le marché a fait résultaient de l'évolution des multiples et des taux d'intérêt.

Improvement of the company through your own actions : c'est très subjectif. Là je suis très peu américain dans ma façon de penser, mais only the results are important. C'est votre return et le return est le maître-arbitre pour vos actionnaires.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

On fait beaucoup de M&A pour les gros navires que l'on avait. Les toutes grosses transactions qui ont toutes terminées dans des M&A, c'était dans des grosses sociétés. Pour les petites entreprises, le M&A a moins d'importance. C'est surtout l'action *on the spot*.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

100%, mais ils ne le font pas. On devrait le faire, mais on ne le fait pas. Tous les jours il faut se demander si les investissements dans lesquels on est sont encore bons, qu'est-ce qu'on peut adjoindre au management en place ? La meilleure expression que j'utilise c'est : j'ai une famille de 5 enfants, donc toujours un problème. Le drame c'est que les parents vont se concentrer sur l'enfant qui a des problèmes. Et les autres qui auraient à un moment donné besoin d'un petit coup de pouce ne vont pas le recevoir, ne vont pas recevoir l'attention parce que comme il va bien, laissons le surtout le faire. Et on rate peut-être énormément d'opportunités. On va se centrer sur celui qui va mal. Dans un portefeuille, il y en a toujours certains qui vont moins bien. On s'occupait presque exclusivement de ceux-là. Le PE lui va se couper le doigt tout de suite : il revend et quitte l'investissement. Le drame c'est que tout le temps que l'on passe sur les mauvais investissements, on aurait pu le passer sur les bons investissements et à développer d'autres business. A la fois on a été très bons parce que les résultats sont là, mais je suis persuadé que l'on aurait pu être bien meilleurs.

Notes prises pendant l'interview et pas dans l'enregistrement

Dans nos rapports annuels, cette observation a été faite au début des années 2000. CNP donne les performances sur 10 ans, voir 2007.

2^{ème} grande différence : si on aime bien une entreprise, on reste dedans pour toujours. Désormais on donne les performances sur 10 ans, les performances annuelles sont liées à la création de valeur, réalisée par rapport à ce que les autres performaient. On prend le marché en compte. Performance résulte de minimum 1/3 par la baisse des taux d'intérêt. C'est l'effet multiple. Entre avril 1988 et qq part en 2000, les TI sont passés de 9-10% à 2-3%. Tout ça a une influence sur le cost of equity et les multiples. NOPAT/(WACC-g+R) où grand R représente tous les risques qui ne sont pas dans la prime de risque.

Une fois que le pognon est mis, le mec va tout faire pour ne pas le perdre. Si on a 1 ou 2 bons administrateurs que l'on rémunère bien, on peut avoir les mêmes résultats que les investisseurs professionnels.

J'ai dit à mon gérant que je voulais un indépendant et c'est le gérant qui a trouvé l'indépendant.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

La performance de ton investissement est fonction de plusieurs éléments qui se doivent se positionner dans trois temps clés. Le premier c'est quand tu achètes, le deuxième c'est quand tu monitor et le troisième c'est quand tu vends. Puisque la performance est un rendement d'un investissement fait à un instant donné et donc qui est fonction de ces trois éléments là. Quand tu achètes, quels sont les éléments clés ? C'est bien évidemment et avant tout, ce sera une question de prix. Est-ce que tu as payé le bon prix pour cet actif ? Donc tu pourras faire un bon investissement en achetant pas cher. Plus tu paies cher, plus c'est difficile de faire un bon investissement. Et encore une fois, après, payer cher c'est quelque chose de relatif. Le premier point c'est un point de combien tu payes à l'entrée. Le marché a une efficience qui est que c'est celui qui paye normalement le plus cher qui gagne. Tu pourrais te dire que c'est toujours celui qui met le plus d'efforts sur la table, qui prend le plus de risques qui à la fin va gagner l'auktion. Tu peux aussi ne pas être en auktion, tu peux être en gré à gré. Aujourd'hui, les fonds qui sont en gré à gré parfois paient plus cher pour se sécuriser le fait de ne pas avoir d'auktion. Donc c'est à peu près l'équivalent : que tu achètes en gré à gré ou que tu achètes en auktion, tu es à peu près en équivalence. Le point c'est finalement : qu'est-ce que tu as vu de différent par rapport aux autres qui te permette de payer plus cher, en confiance ? C'est l'enjeu de ton travail préparatoire, de ta due diligence. En faisant ta due diligence, tu définis ton equity story, donc ce qui va se passer dans les prochaines années, la manière dont tu vas développer l'entreprise, l'évolution future des marchés que tu anticipes et la manière dont tu vas vendre et à qui le business à la fin. Donc ça tu dois les déterminer au début. L'ensemble de ces éléments là en synthèse va te donner le prix d'entrée, puisque tu calcules ton prix d'entrée en faisant un raisonnement d'un retour espéré sur la base d'un business plan qu'on t'a donné (point numéro 1) et point numéro 2 : sur la base d'un multiple de sortie que tu vas appliquer. Ton business c'est plan c'est : comment tu penses que ça va performer et ton hypothèse de sortie c'est : quel est le multiple de sortie que tu vas te faire payer pour ce business ? Donc tout ça, c'est un plan préétabli qui fait que l'opportunité, tu la vois comme étant bonne, parfois tu te dis tu as vu quelque chose que le marché n'a pas vu. Je te donne des d'exemples sur deux boîtes de notre portefeuille: sur l'entreprise qu'on vient de vendre, où le projet a fait à peu près presque 7 fois en 3 ans. On a payé cher, on a payé le prix, mais à la fin on a un rendement qui est largement supérieur aux standards de marché. Et on a payé cher parce qu'on était en confiance sur notre manière d'envisager la performance de la société à terme, et ça on a été capable de le faire à ce moment-là, de sauter le pas et de gagner etc. etc. Donc le point numéro 1 c'est de savoir acheter au bon prix, le bon prix comme on l'a dit c'est quelque chose qui est relatif. En absolu tu peux te dire que tu fais une super affaire, mais dans le marché concurrentiel aujourd'hui, puisqu'il y a une pléthore d'argent, il y a plus d'argent qui cherche à s'investir que d'opportunités d'investissement, tu peux te dire que par définition tu vas payer tes actifs un peu plus cher, tu ne vas plus acheter des boîtes à 6 fois l'EBITDA. Tu vas les acheter beaucoup plus cher. Donc ça c'est le premier point, sur les boîtes qui sont en bonne santé financière évidemment. Puisque sinon après ton risque, tu le prends de manière différente avec des boîtes où elles sont en sous-performance économique et tu vas avoir une stratégie de les ramener à des niveaux de performance beaucoup plus élevés. Donc premier point : savoir acheter avec la bonne anticipation du risque.

Le deuxième point c'est d'avoir un monitoring, donc un accompagnement du management, un suivi au travers de ce qu'on appelle quand on est actionnaire majoritaire le monitoring mensuel, tous les mois tu reçois les chiffres de l'entreprise et les conseils de surveillance ou les conseils d'administration ont lieu tous les trimestres. Et donc là c'est ton échange quotidien avec ton management. Ce management généralement il est investi avec toi. Donc

il a un alignement d'intérêts avec toi. Et donc tu vas exécuter le plan que le management t'a décrit. Et si ça se trouve, tu vas réussir à enrichir ce plan. En enrichissant ce plan, tu vas faire une acquisition en plus qu'ils n'ont jamais réussi à faire, tu vas les accompagner sur ce point-là, tu vas leur donner des méthodologies par l'expérience que toi tu as acquise dans d'autres cas sur des techniques de structuration commerciale de tes équipes, sur des initiatives d'amélioration opérationnelle pour augmenter la marge, sur des modalités de gestion du BFR pour générer plus de cash. Donc il y a toute une toolkit que toi en tant que professionnel de l'investissement, tu as vu ou que tu vois plus ou moins en parallèle dans d'autres entreprises et que tu vas appliquer. Tu as toujours des points d'amélioration dans l'entreprise, parce que même dans les entreprises les mieux gérées, tu remarqueras qu'il y a un nombre de facteurs tellement élevé à gérer en parallèle, en même temps que tu ne peux jamais être bon sur l'ensemble des paramètres et surtout sur les entreprises de taille moyenne comme celles dans lesquelles nous on investit. Peut-être qu'un très grand conglomérat, GE il y a quelques années, était la boîte la mieux gérée, peut-être mais ça ne dure jamais déjà d'une part et d'autre part c'est tellement vaste. Dans les petites filiales, il y a toujours des choses qui sont mal gérées. Donc tu as toujours de l'amélioration à faire, donc toi ton rôle en tant qu'actionnaire professionnel en PE, c'est de faire ça. Et de le faire en bonne intelligence avec le management pour que le management délivre ce que tu lui demandes de faire ou ce sur quoi vous vous accordez. Ça c'est le deuxième driver clé : délivrer le plan voire délivrer plus que le plan. Quand tu dis le plan ou plus que le plan, tu peux faire des refinancements. Tu te verses un dividende, ça augmente ton return et tu es reparti. Après ton risque augmente mais tu t'es dérisqué parce que t'as récupéré une partie de ton argent.

Et enfin, tu as ce sujet de sortie où il faut savoir vendre. Savoir vendre ça veut dire quoi ? Ça veut dire savoir expliquer au marché, des gens qui vont être intéressés par ta boîte, qu'est ce qui a changé par rapport au moment où toi tu as acheté Si la société a doublé de taille, par définition c'est plus la même société que quand tu l'as achetée. Le risque est moins grand donc on peut payer plus cher. Tu t'es ouvert de nouveaux marchés, tu as une histoire de croissance continue. Donc c'est ça ton rôle : c'est de préparer l'histoire (l'equity story) que tu vendras demain au marché. Et ça c'est des choses qui se préparent à l'avance, par l'intermédiaire de tes contacts dans le marché. Donc tu vas pré-marketer ton deal très longtemps à l'avance pour que les gens l'identifient, commencent à s'intéresser, le marché en discute, et si c'est une bonne boîte, tu vas avoir une très forte concurrence. C'est ce qui s'est passé dans l'exemple récent de notre sortie d'une de nos boîtes. On a acheté la société autour 8,5 fois l'EBITDA. On a vendu 12,5 fois l'EBITDA, avec un EBITDA qui a été multiplié par 3. Et donc tu as cette combinaison : tu achètes a priori le bon prix parce que toi tu l'as projeté comme ça, tu surperforms ton BP. Et puis derrière cet effet de surperformance, de transformation la boîte fait que ta valorisation relative de ta société explose, et donc c'est ça tes drivers. Donc toi en tant qu'investisseur, ton rôle il est au moment de l'achat, de la due diligence, dans la manière de gérer ton deal pour gagner par rapport aux autres, dans le suivi intelligent, ta motivation, ta technicité, ta technique financière et après la structuration de la sortie avec ton interaction à ce moment-là.

Généralement, toutes les parties vont ensemble. Par contre, ce qui ne pardonne pas dans notre métier, c'est de payer d'entrée un prix beaucoup trop cher. Si tu payes 12 ou 13 fois l'EBITDA pour un business moyen, que tu t'es fondé sur un business plan qu'on t'a présenté, le BP était trop progressif, trop ambitieux. Derrière tu ne délivres pas, les gens le savent, le marché sait que ton actif est compliqué. Donc tu as payé 12 ou 13 fois, si à la sortie tu arrives à revendre 12 ou 13 un EBITDA qui a crû de 5-10%, tu perdras pas ton argent, mais ton métier c'est pas de ne pas perdre l'argent, c'est de faire de la performance qui est largement supérieure. Le contexte de concurrence quand toi tu vendras ta boîte ne sera pas très fort, il paiera moins cher que ce qu'il aurait dû payer normalement. Donc il fera une bonne affaire à l'entrée. Parfois tu vois toi quelque chose dans la boîte qui n'existe pas encore. Tu fais le pari que ça va exister, mais nous on fait des paris raisonnés on ne fait pas des paris où tu achètes une action le matin pour la revendre l'après-midi, ce n'est pas comme ça qu'on réfléchit. Ce n'est pas un métier où tu claques des doigts et tu sens la

valorisation du marché, c'est un métier vraiment où tu es obligé de bien comprendre pleins de choses : des tendances macro à long terme, des tendances sectorielles. Tu t'en remets aux fondamentaux pour l'essentiel et en partie savoir ce que le marché va penser de ta boîte et de comment tu vas devoir la positionner pour le marché à la sortie. Quand tu es sur le marché actions, les gens regardent le fondamental, mais aussi et surtout regarder une anticipation des comportements de marché. Et le comportement de marché parfois est plus important que le fondamentale. Nous on est dans un phénomène inverse : tu regardes le fondamental de ta boîte et à la sortie à la limite tu vas réfléchir aux comportements de marché, quels sont les trends que le marché a ? Nous c'est toujours les mêmes : c'est une boîte en croissance, internationale, bon management investi. Donc les dynamiques ne changent pas.

Ce sont les investment criteria qui diminuent le plus le risque. Nous ce qu'on cherche, c'est de faire du rendement. Qui dit rendement dit risque élevé. Et donc ce qu'on va faire, on va acheter des deals pour faire des rendements élevés, mais avec un risque que l'on va baisser le plus possible, pour qu'il y ait une décorrélation entre le rendement que tu fais et le risque réel que tu as pris. Comment est-ce que tu prends le moins de risques. Tu prends un marché en croissance, une position de leader sur le marché de fait que tu crois plus vite que le marché, une cash conversion élevée, parce qu'il faut savoir rembourser la dette, une société où le management est investi massivement pour qu'il y ait un alignement d'intérêts entre nous. Et puis tu la développes. Mais on fait tous la même chose, dans notre catégorie on fait tous la même chose parce que quand tu prends ces décisions-là, c'est là où tu as le moins de risques. Et donc le marché du Private Equity aujourd'hui va te rémunérer ce risque autour de 15%. Mais en fait, si tu réfléchis : est-ce que tu as un vrai risque à 15% ? Comme nous on est en concurrence uniquement avec les gens qui veulent faire du 15%, et bien on va faire du 15% en fait.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

a. How do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period?

b. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

c. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

En tout cas on essaie.

Premier élément : tu as une palette d'expertise d'experts qui font que tu vois très vite ce qui va, ce qui ne va pas et comment tu peux améliorer.

Et puis par ailleurs tu as une structure de gouvernance qui est mise en place, qui met une pression sur l'entreprise. Une entreprise familiale parfois, elle va pas nécessairement chercher des returns aussi élevés que celui que l'on cherche de 1, et deuxièmement, elle n'aura pas un Board très combatif, elle n'aura pas une grosse pression. Donc tu as certains qui nous disent, et même des managers qu'ils aiment bien avoir un fonds de PE en tant qu'actionnaire parce que ça va les tirer vers l'excellence. C'est douloureux mais c'est un mal nécessaire parce que ça leur permet de se développer plus vite. Donc ça c'est d'un point de vue gestion quotidienne. Et puis après un fonds généralement il a la capacité à mettre de l'argent pour aider à faire du M&A, à faire du développement. Donc ça ce serait un deuxième élément qui est que tu as un accompagnement en ressources externes qui est à la fois des hommes sur des projets spécifiques et puis de l'argent. Ce qu'un actionnaire familial qui a tout son patrimoine dans l'entreprise ne peut pas nécessairement faire.

Si un leader ne continue pas à accentuer son leadership, il se fait rattraper et ne sera pas le leader de demain. Dans les entreprises, le leadership est lié à pleins de choses : la culture d'entreprise est clé. C'est cette culture qui fait que la boîte est différenciée dans ce marché. Il y a aussi la personnalité des entrepreneurs, du CEO mais c'est aussi lié à l'accompagnement que tu en fais. Tout CEO aussi bon soit-il, ne peut pas être à 100%

pendant 30 ans. Nous on est là pour rappeler des choses assez simples ou des choses plus compliquées. On doit tous rendre des comptes, nous on doit rendre comptes à nos investisseurs, lui nous rend des comptes à nous. Et on est tous surtout incentivés avec le management package pour le CEO et nous on est incentivés par rapport à nos actionnaires grâce aux carried interests.

Est-ce que vous comparez la performance aux autres entreprises du marché ?

Oui bien sûr ! On compare aux entreprises cotées et donc on a toujours un benchmark qui peut se faire entre l'entreprise qui fait 5% d'EBITDA CAGR historique qui prévoit d'en faire 6% dans les 2 prochaines années. Elle est valorisée par le marché à 10 fois. Et toi ton entreprise elle fait 12% d'EBITDA CAGR forward, elle croît plus vite que le marché en général dans lequel est la boîte cotée. On fait du benchmarking. Ça c'est au cours de la due diligence mais tu continues à la faire dans le courant de l'investissement parce ce que tu as toujours en vue la sortie. Donc tu achètes une boîte qui fait 3% de croissance et que le marché en fait 5, tu as un problème.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Dans l'univers du Private Equity en général, c'est l'assurance qu'il y a des bonnes pratiques de gestion. Une revue plus fine des fonctions de contrôle pour t'assurer que le management a la bonne information pour pouvoir piloter son business, et après ça va être le M&A. C'est surtout là où tu vas les aider parce que, même s'ils ont un responsable M&A, ils savent faire des petites acquisitions de buy-and-build ongoing. Une boîte qui fait 50 millions d'EBITDA va rajouter 1 million d'EBITDA avec ses petites acquisitions, mais aller acheter la boîte qui fait 20 millions d'EBITDA qui est son concurrent en Asie, ça il aura plus de mal. Donc c'est plutôt sur les deals transformant, sur le refinancement, la structuration de l'endettement de l'entreprise. Ça va être aussi sur la mise en place d'un mécanisme d'incentive : ça va du management package assez large idéalement pour motiver tout le monde, et que les gens investissent de l'argent.

Le marché va faire en sorte que le management investisse avec nous. Le marché fonctionne comme ça. C'est une chaîne qui vise à ce que les intérêts soient alignés tout du long. Tu pars des institutionnels qui investissent parfois dans des fonds de fonds, qui eux-mêmes sélectionnent des fonds. Et les fonds investissent. Et normalement à chaque couche, tu as un incentive qui est donné en fonction de la performance. Pour le management, la norme dans l'industrie c'est de dire que le management doit réinvestir au moins 50% de ses proceeds.

b) Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?

Par exemple l'effet de levier, je ne dirais pas que c'est négatif, c'est surtout un risque. Le risque n'est pas négatif ça peut être très positif pour ton return. Tout dépend de comment tu le vois. C'est une question d'appréciation du risque global. Tu peux faire un financement à 5,5 fois l'EBITDA avec des banques aujourd'hui avec une documentation qui est très protectrice pour les emprunteurs. Si ton entreprise est une bonne entreprise en croissance, le risque perçu par les banques va être assez faible. Plus tu vas vouloir toi faire un levier élevé pour une entreprise qui normalement ne devrait pas pouvoir le supporter, plus tu vas augmenter ton risque, plus tu vas le payer cher et plus ta documentation va être contraignante. Si tu structures mal, c'est un vrai problème, mais c'est pour ça que ça fait partie du métier de savoir que sur une société tu mets 5,5 avec des banques et tu vas pas mettre 4,5 avec des fonds qui prêtent en faisant du *lend to own*. C'est un positionnement hyper spéculatif sur des deals LBO. Dans leur scénario c'est : si jamais tu casses tes covenants, ils récupèrent les titres et deviennent propriétaires et tant pis pour toi. C'est l'appétit au risque que tu as toi en tant que manager de fonds. Quand tu as beaucoup de concurrence sur un actif, les gens vont aller chercher à l'acheter tout en essayant de faire le return maximum. Et donc il y a des gens qui vont dire : « *Je vais te proposer 7,5 fois de*

levier sur ta boîte » Toi tu vas la payer 13 fois. Si tu vas que avec le financement bancaire moins risqué, tu vas avoir que 5 fois de levier et la différence tu fais 2,5 fois de tour d'équity en plus investis, qui vont impacter tes returns à la baisse. Si ta boîte elle double l'EBITDA en deux ans, ton levier aura été divisé par 2, tu t'en sors bien. Si ta boîte ne diminue pas, que tu fais 2% de croissance d'EBITDA, tes covenants spécifient que tu dois baisser ton effet de levier. Si t'as pas une croissance qui permet d'être en dessous de ces niveaux de levier-là, t'es en breach et le breach autorise ton prêteur à exercer ses droits de protection, parce que tu es en breach du contrat, et la sanction c'est que tu perds tes titres.

c) Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?

Sur des deals qui marchent bien, tu vas pas pousser à l'extrême. Ce qui est fondamental pour toi c'est d'avoir de bonnes relations avec le management, surtout si c'est un actionnaire important. Parce que sinon quand tu vas revendre, tu vas avoir un gros problème. Parce que le gars va dire aux futurs acheteurs : *« Moi je les aime pas, ils m'ont embêté pendant plusieurs années. Donc, moi je pense que ma boîte elle vaut dix fois. »* Alors qu'en fait dans le contexte de marché tu pourrais la revendre 10 fois. Si tu étais comme ça avec un manager, il va y avoir un point d'équilibre que tu vas trouver mais tu vas toujours toi en laisser sur la table. Tu choisis au moment où tu achètes : tu fais un partenariat avec un type, s'il ne te paraît pas clean, tu sais qu'il risque de te faire un truc. Et si tu commences un deal en te disant que tu vas virer ton manager, le niveau de risque il augmente. Il faut toujours penser au niveau de risque que tu prends par rapport à ton cas. Dans un deal de type *buy-in*, tu augmentes énormément ton risque.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

a) Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

Tu as des follow-ups mensuels, donc tous les mois tu te mets autour de la table avec ton manager et si tu te rends compte que tu ne fais pas ton budget, le management qui a mis de l'argent, qui est incentivé pour faire en sorte que ça marche, généralement il réagit. Et donc tu te donnes le temps de laisser le management réagir. Le truc c'est que normalement dans ta due diligence, tu as identifié des voies de croissance additionnelles. Donc ton management va se dire : ça ne marche pas dans cette voie-là, mais par contre je sais que j'avais 5 autres projets que j'ai pas eu le temps d'activer, donc je vais commencer par en faire un autre et on va voir ce que ça va donner. Si le premier ne marche pas, on va prendre le deuxième ou troisième, etc. Donc généralement ça remet en route. Mais si toi tu as besoin de dire au management : écoutes, ta boîte elle ne fonctionne pas, il faut que tu fasses ci ou ça, c'est mauvais signe. Tu laisses le management faire, réagir, et si le management n'y arrive pas, on est tous plantés et tu changes de management, mais ça comporte un risque. Tu peux rater 1 budget annuel de pas beaucoup, mais tu ne peux pas en rater 2. Si tu vois que tu déconnectes complètement de ton objectif de BP, que les mesures de correction n'ont pas d'effet, ça se voit assez vite, tu as entre 12 et 18 mois.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

Nous on dit qu'on reste le temps qu'il faut. Les rythmes économiques des entreprises ne doivent pas être dictées par un rythme qui est celui des fonds. Les fonds, c'est des contrats avec des investisseurs de 10 ans, 5 ans pour investir, 5 ans pour rendre l'argent. En quoi est-ce que le rythme d'une entreprise c'est 5 ans ? C'est juste un standard défini par notre industrie, ça aurait pu être 6 ans, ça aurait pu être 15 ans. Nous on dit il y a des entreprises

dans lesquelles on a vocation à rester trois ans et il y en a d'autres où on peut rester 10 ans. L'avantage en ayant ce capital permanent, c'est qu'on se projette toujours dans l'analyse des dossiers qu'on regarde en se disant : est-ce que cette société est suffisamment attractive pour que l'on puisse rester investis 10 ans ? Est-ce que son business model est suffisamment solide, est-ce que la structure de marché dans laquelle elle opère est suffisamment pérenne, est-ce qu'il y a des risques technos, est-ce que ça va disparaître à cause d'internet ou quoi. Donc ça ce sont des risques long terme que l'on prend en compte parce que de toute manière quand toi tu vends ta boîte, même au bout de 5 ans, le prochain qui va te la racheter, il va se poser ces questions. Donc tu vas réfléchir à ce que dans 5 ans, la personne va penser de ce que la boîte sera 5 ans plus tard, donc tu as une vision à dix ans. Normalement, tout le monde devrait faire ça. On essaie de le faire parce qu'on peut très bien se dire que c'est nous qui seront encore là dans 10 ans. L'intérêt c'est en particulier pour les sociétés qui sont en fort développement, c'est que les fonds classiques leur prix d'entrée en fonction d'un BP avec une date de sortie de 5 ans. Mais si ta boîte au bout de 3 ans a fait son BP, si fais ton chiffre que tu devais faire en année 5 en année 3, ton TRI c'est pas le même. Donc tu fais le même multiple d'investissement sur un TRI qui est beaucoup plus élevé. Les carried interests captent un montant de la plus-value au-dessus d'un multiple d'investissement de 2 fois, et cette part que tu captas elle est fonction de ton TRI. Tout ça est très mécanique : un gars qui voit sa boîte faire son EBITDA en année 3 qu'elle aurait dû faire en année 5, il vend. Parce qu'il sécurise son argent, il récupère son argent. Les boîtes performantes comme ça se font déranger tous les 3 ans pendant presque 1 an pour se faire racheter, et les CEO de ces boîtes en ont marre de ça. Nous on a l'avantage avec ce modèle long terme, d'une part d'avoir cette manière de penser qui nous permet de nous prémunir de certains risques, mais d'autre part d'être très intéressants pour ce type de management-là, puisqu'ils se disent que nous on a le temps d'attendre. Autant travailler avec eux et si jamais il y a un petit tousotement, ils ont le temps d'attendre. Un fonds classique, il va très vite stresser, nous allons essayer d'approcher les choses sereinement. On n'a pas la nécessité de vendre, mais on n'a pas d'actifs stratégiques à garder, on est un investisseur financier qui arbitre au mieux son couple risque-return. Quand au bout de cinq ans, on réfléchit à investir dans une nouvelle entreprise, avec un nouveau management que tu ne connais pas, un nouveau marché pour faire 15% de return, si notre boîte en portefeuille qu'on depuis cinq ans continue à nous délivrer 15% de return depuis la date d'investissement initial, on préfère faire les 15% sur la boîte qu'on a en portefeuille parce que notre risque triste moyen en comparaison est plus faible : on maîtrise le marché, on connaît le management. Sinon c'est le saut dans l'inconnu. Donc on va préférer rester investis, mais il y a un moment où avec le temps nos returns baissent. Notre objectif c'est de garder ce return à un niveau flat qu'on recherche, un niveau minimum et puis s'il commence à baisser, on va réfléchir à vendre.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

Non pas spécialement. On travaille avec les cabinets de conseils, des généralistes. Mais on pense que le meilleur spécialiste du secteur, généralement c'est le CEO de la boîte. Si on ne pense pas que c'est le meilleur, la meilleure personne du secteur dans sa niche, ça veut dire que ce n'est pas la bonne cible. Et donc nous on n'a pas un modèle comme beaucoup de fonds où ils ont des Operating Partners, généralement qui sont des anciens managers. Tu prends Bernard Arnault, il n'est pas Operating Partner, il est entrepreneur, c'est un super bon gars, ce n'est pas une voie de garage qui l'a amené dans un fonds. Donc nous on pense que les Operating Partners, s'ils étaient vraiment bons, ils auraient plus d'argent à se faire en créant leur boîte et en étant CEO de leur boîte, que d'aller à un conseil d'administration pour expliquer à un gars qui est super bon comment il doit gérer son business. Sur papier c'est très beau, il y a des fonds qui ont commencé à faire ça et ils s'en sont servis comme argument commercial. La réalité c'est que t'arrives à faire de super returns sur des super beaux deals sans Operating Partner.

On travaille avec des experts pendant la due diligence, pendant la durée de vie d'un investissement on peut éventuellement avoir recours à des tiers. Mais encore une fois, ce

n'est pas des personnes physiques, c'est pas un individu, c'est un cabinet de conseil. Nous ce n'est pas notre manière de travailler. Le management a une vraie influence sur le business. Notre métier c'est de sourcer des deals, ça prend énormément de temps, exécuter les deals, ça prend énormément de temps, monitorer plusieurs participations, ça prend énormément de temps. Il faut aussi gérer les sorties, gérer les refinancements, gérer la vie interne de l'équipe, faire du management pour notre propre entreprise, gérer tes investisseurs et tes actionnaires, ta vie familiale. Donc dans la réalité quand les gens te disent qu'ils ont eu tel impact sur l'entreprise, il faut le prendre avec des pincettes. Tu as un impact, mais qui n'est pas toi qui gères au quotidien.

Donc les fonds de PE créent de la performance en choisissant les meilleures entreprises à l'entrée. Si tu prends tes drivers dont on parlait, si tu te plantes à l'entrée, c'est fini. A part un gros coup de chance. Puisque l'entrée c'est là où tu prends tes hypothèses fondamentales. Si tu t'es trompé sur les hypothèses fondamentales, tu as misprisé ton risque, donc après, ton business plan si tu l'exécutes comme tu l'as prévu, pareil pour la sortie, tu fais le return que tu as prévu à l'entrée. C'est assez mécanique. Donc pendant la durée de vie l'investissement, c'est vraiment si tu arrives à faire du M&A transformant, c'est ça qui va changer fondamentalement. De plus, une addition de petits changements qui améliorent l'EBITDA, ensemble vont être transformants, mais tu n'en as pas beaucoup des sujets comme ça en réalité.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

a) The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

Avant tout, il y a deux types de minoritaires : tu es minoritaire derrière un fonds et là ta valeur ajoutée elle est nulle parce que tu auras un lead sponsor et toi tu es junior par rapport à lui. Soit tu es minoritaire derrière une famille ou un fondateur, et là par contre tu joues un rôle beaucoup plus actif. Ce n'est pas toi qui décides, tu vas suggérer. Si le manager te dit non, tant pis pour toi. Par contre, si tu es majoritaire et que tu vas suggérer, ton CEO il va vite comprendre qu'il doit le faire. Le fait d'être majoritaire et d'avoir une plus grande influence ne se traduit pas nécessairement par une performance augmentée. Si tu es minoritaire mais avec un manager qui est excellent, tu peux avoir des très bons returns. Après, c'est pas évident à dire. Quand tu es minoritaire, tu as un business model qui est différent, tu peux avoir plus de participations. Après, tout dépend de ce que tu appelles ta performance. Si tu ne regardes que la compagnie en portefeuille, c'est difficile à dire.

b) The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger "ticket" for your fund)?

Déjà, quand tu es un vrai fonds, tu as des règles de diversification. Il faut que chacun des gestionnaires de fonds aient une stratégie très claire, énoncée au marché, c'est un contrat. Un investisseur institutionnel donne à un fonds d'investissement un mandat de gestion contractuel en lui disant : toi tu me dis que tu vas faire de l'investissement majoritaire, en Europe sur des tickets investis entre 50 et 75 millions d'euros par transaction. Ce qui va faire que tu as une concentration géographique de ton risque, mais tu vas essayer de diversifier ton risque par secteur, donc tu vas être généraliste. Là tu vas dire que si tu as un fonds de 500 millions, tu vas faire entre 8 et 10 investissements. Et ça ça va te donner ta taille d'investissement moyen. Tu peux pas avoir une 5 millions et une fois 40 millions, ça ça n'existe pas. Après dans ton tunnel dans lequel tu as le droit d'investir, comme la dispersion n'est pas très grande, tu vas mettre des chèques plus ou moins équivalents. Et toi ton marketing en tant que gestionnaire de fonds, ça va être de donner des messages hyper clairs, d'être hyper discipliné envers tes investisseurs qu'ils sachent que tu fais bien exactement ce que tu as dit. Et puis de toute façon, tu as le comité d'investissement où tu as des représentants de tes investisseurs, et si tu n'es pas dans la taille de tickets, ils te disent que tu n'as pas le droit. Que tu investisses 50 millions ou 60 millions, c'est le même travail, c'est le même focus. Après, bien évidemment, quand tu as le plus gros investissement de ton fonds, tu as un regard un peu plus proche. Nous ce n'est pas pareil, on investit des

tickets entre 50 et 500 millions. On ne va pas passer autant de temps sur un ticket de 50 que sur un ticket de 500.

c) Pre-buyout performance of the company?

Si une entreprise ne va pas bien avant, on ne va pas l'acheter. Si on voit qu'il y a des initiatives d'amélioration qui sont assez rapides, on va l'acheter et puis on va avoir un plan avec le management. Lors d'un changement d'actionnaire et l'entrée d'un nouveau fonds, il y a toujours moyen de changer des choses et d'améliorer les choses rapidement. Quand tu fais ta due diligence, tu identifies les petits points d'amélioration et tu vas dire que ça c'est le plan des 100 premiers jours. Et puis tu as 100 jours pour mettre en place les modifications. Mais si ça ne va pas bien, on n'achète pas ou on paie moins cher.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

On garde ça à l'œil, c'est clé, parce que ta réputation de marché, elle est là. Si tu revends 5 de tes entreprises en portefeuille et qu'en fait les 5 vont au tapis dans les deux après que tu les aies vendues, plus personne ne voudra t'acheter tes entreprises. La réputation joue donc un rôle clé, c'est fondamental, tu dois être crédible. C'est un écosystème complet. Si tu as mauvaise réputation pour diverses raisons, les gens ne traitent pas avec toi. Tu traiteras avec le même type d'individus que toi. Et donc là si tu n'as pas bonne réputation, ce n'est pas bon. Parce que les gens qui ont bonne réputation ne veulent surtout pas interagir avec ces gens-là. Mais tu as un marché qui existe pour ces gens-là. Ils font des affaires entre eux. Et puis encore une fois, bonne réputation c'est une définition subjective. Généralement tu as des cultures pour chaque fonds, tu as des cultures très agressives et on se croise de temps en temps. Mais généralement les gens font du business ensemble quand ils se ressemblent. Lorsqu'on vend, le prix est très important mais le manager joue un rôle important aussi. Le manager va réinvestir, et toi tu ne veux pas qu'il fasse une mauvaise affaire parce que derrière il va dire : ils m'ont bien eu, ils sont sortis à 100%, moi j'ai réinvesti à 50% et ils m'ont poussé à vendre trop cher, c'est pas des bons partenaires. Tous les fonds veulent que sur le marché, les managers avec qui on travaille disent : ils sont super ces gars. Parce que les CEO d'entreprises se parlent ou parlent à des intermédiaires et toi tu as ta réputation. C'est un très petit marché en fait. Aujourd'hui, les sociétés en portefeuille des fonds, il y en a peut-être plusieurs milliers à un niveau paneuropéen, mais ce sont des marchés nationaux. Tu prends le marché français, les boîtes en portefeuilles de tous les fonds, tu en as peut-être 500, quand tu as passé 15 ans sur un marché, tu les connais toutes. Les CEO stars se connaissent et s'appellent, il y a des clubs, des forums, des conférences. C'est un tout petit monde.

Lors d'un rachat, le manager peut nous dire qu'il ne veut pas sa boîte se vende plus de 12 fois. Et toi, comme c'est un bon manager, il a dépassé le BP initial, tu avais prévu de faire 15% et tu as fait 50%, tu lui dis OK, parce que tu auras fait toi-même un très bon deal. Quand tu veux maximiser à mort, là tu tombes dans les caricatures, parce que la réalité c'est que tu vas peut-être vendre 12,5 fois, ton return sera peut-être 55% au lieu de 50%, mais ta réputation va peut-être moins bonne. Tout dépend si tu es là pour faire des coups ou si tu es là pour le long terme. Si tu es là pour faire des coups, tu réfléchis en termes de rendement. Il y a des gens dans le métier qui sont là pour faire ça. Ils se disent : moi je m'en fous de la réputation, je fais de l'argent. Mais ces gens-là sont très vite identifiés par le marché et tu n'as pas envie de traiter avec ces gens-là quand tu es quelqu'un de sensé et de normal, donc tu vas t'éloigner de ces gens-là pour aller vers des gens comme toi. C'est très important d'avoir ça. C'est important de vendre une histoire, parce que quand tu vends une entreprise, tu vends une equity story de demain. Et il faut être capable de vendre un equity story attractive et qui se réalise, parce que le risque demain quand tu revends une boîte, le risque perçu par tes acheteurs futurs, ils se diront que tu as vendu telle boîte et qu'elle a suivi tes prédictions. Donc toi ton actif devient moins risqué en fait, parce que tu as ta marque qui est là. Et tu sais que quand nous on vend une entreprise, c'est sérieux, il n'y a rien de caché, ça se passe bien et donc tes acquéreurs viennent et ils ne se disent pas que tu vas essayer de les avoir. Nous quand on achète une société au Royaume-Uni, on est hyper prudents, parce qu'on sait qu'ils ont une manière de penser et une manière de

présenter les choses qui font qu'ils redonnent la responsabilité du risque complètement à l'acheteur futur, parce qu'on est des investisseurs avisés. On est une catégorie d'investisseurs qui ne sommes pas protégés. Nous on est un marché privé, les gens qui investissent chez nous doivent être des investisseurs avisés, ils doivent être conscients du risque qu'ils prennent, il n'y a pas de protection. On connaît les risques et si on a mal fait notre due diligence, tant pis pour nous. Et donc tu as des gens qui disent que c'est la règle, ils s'en foutent de comment performe la société, on n'avait qu'à faire notre due diligence.

Je pense que la réputation du fonds qui vend va influencer le prix d'achat. Il y a 2-3 fonds qui sont à la limite entre le restructuring et le PE. Ça veut dire que ce fonds-là, les entreprises qu'ils ont achetées avaient un problème, c'est sûr. Donc est-ce que tu as envie de racheter une boîte, même si elle performe super bien maintenant, qui a eu un problème ? Tu n'es pas obligé, donc je préfère acheter une boîte qui n'a pas de problème. Comme toujours, c'est le plus petit dénominateur commun de l'absence de risque qui est celui vers lequel tu vas aller naturellement, tu vas aller vers le plus facile. Le fait qu'une boîte n'ait jamais eu de problème, tu peux te dire que la probabilité qu'elle en ait un augmente, ou au contraire tu peux te dire que c'est parce qu'elle est super bien gérée, son secteur est bon, sa position est bonne. Encore une fois, il n'y a pas de vérité absolue dans le PE.

QUESTIONS QUANTITATIVES

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

a) Improvement of the company through your own actions

b) Evolution of the market and its multiples

c) Leverage impact of the debt

Il faut réfléchir dans un monde post-crise, post 2007- 2008. Aujourd'hui, le point B, c'est ce qu'on voit aujourd'hui. Je pense que sur la boîte qu'on a vendu en juillet, on a 20% de création de valeur qui est anormale, qui est liée à un environnement de marché : surabondance d'argent. Parce que c'est un super business, énormément de croissance, très bon positionnement, mais c'est un business qui il y a 3 ans, on l'aurait vendu 10 fois, peut-être 9,5 fois. Alors qu'ici on l'a vendu 12,5 fois. La question c'est : est-ce que demain les multiples vont baisser ? La surabondance d'argent fait que ça soutient les multiples élevés. Pour nous, comme on a acheté ce business à un multiple qui était plus faible, on en bénéficie. Les entreprises qu'on achète aujourd'hui 12 fois, on ne va pas les revendre 15 fois a priori. Tu ne peux pas te dire que tu vas le faire. Dans ton modèle, tu te dis que tu vas la revendre aux mêmes multiples que les multiples d'achat. Mais après tout ça s'explique : tu as transformé la boîte, il y a de la croissance, etc. Aujourd'hui il y a un environnement anormal avec une inflation des multiples de l'ordre de 20% qui est liée à ça. Après le reste, c'est l'exécution du BP. Le point B, c'est ça. Tu vas peut-être faire des trucs en plus, sur l'opérationnel ou sur le développement commercial, mais ça va être très marginal. C'est maximum 10-15%. Parce que là-dedans, tu as le management qui est responsable d'une grande partie aussi. Quand tu achètes une boîte, tu ne prices pas au-dessus de ce qui est le BP management, la simple exécution de ton plan. Et donc tu as juste l'exécution du plan. Moi je parle de ce que toi en tant qu'investisseur de PE, tu amènes comme valeur ajoutée à ton entreprise. Toi tu regardes le manager effectuer ton BP, c'est 80% de ton return. La première source de création de valeur selon moi c'est de s'assurer que tu ne t'es pas trompé dans l'analyse de l'exécution de ton plan par ton management, et puis voir par derrière ce que tu peux apporter en plus, et puis ce que le M&A peut apporter en plus qui n'est pas dans ton BP management. Et après tu bénéficies, dans un contexte de sortie, d'un multiple, soit parce que c'est une bulle de marché, soit parce que tu as repositionné ton marché. Mais est-ce que c'est toi, est-ce que c'est le management, difficile à dire.

Et donc le levier, ça joue mais ça dépend de l'environnement. Quand tu achètes une boîte 13 fois, que tu mettes 5 ou 6 fois de levier, en pourcentage de ta capital structure, ça ne va pas avoir un énorme impact. Quand tu achètes une boîte 9 fois et que tu mets 4,5 ou 5 voire 5,5 là par contre ça aura un impact beaucoup plus grand. Donc aujourd'hui on est dans un environnement de marché très élevé, des multiples très élevés, donc ta structure de

financement a un impact moindre. Parce qu'en pourcentage de tout l'argent nécessaire pour acheter la boîte, ta part de la dette est très en-dessous de ta part d'equity. De toute façon, dans tes documents de financements, tu as un minimum equity. Normalement aujourd'hui les structures, tu dois mettre un minimum de 40% d'equity.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

Je pense qu'un bon deal généralement tu fais 50% organique et 50% M&A. C'est difficile de trouver des cas de buy-and-build, tu n'en as pas beaucoup, parce qu'à un moment, l'univers des boîtes que tu peux racheter se réduit, c'est là que tu prends un risque. Des cas comme ça, tu n'en as pas beaucoup. Nous on en a un dans le portefeuille. Mais sinon quand tu as une boîte qui croît très fort en organique, généralement c'est qu'elle a un truc supérieur au marché et ça lui permet de racheter les autres boîtes. Et tu vas plutôt aller taper un deal un peu transformant, donc ce n'est pas du buy-and-build, mais c'est là où tu vas arriver à tes 50-50. Je pense qu'un bon deal c'est un truc équilibré. Et quand tu as fait ça, c'est le moment de sortir.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Je dirais que tu as 1/3, 1/3, 1/3. Donc 1/3 de sourcing et exécution de nouveaux deals, 1/3 de monitoring et puis 1/3 de temps pour lever de l'argent, parler à tes investisseurs, gérer ta boîte etc. Les gros fonds de PE aujourd'hui se spécialisent différemment. Tu as le top management qui s'occupe que des relations avec les investisseurs et qui assiste au Comité d'Investissement, et puis en-dessous tu as les gars qui font des deals, tu as des gars qui s'occupent du financement des deals en dette, tu as des gars qui s'occupent que du monitoring, les Operating Partners etc. Normalement c'est un métier où il faut que tu saches faire le sourcing, l'exécution et le monitoring. Parce qu'en fait, quand tu fais du monitoring, tu te rends compte de la réalité d'une boîte. Ça te sert quand tu fais ton exécution, tes due diligence, parce que tu vas savoir quoi aller regarder directement dans les entreprises et puis ça te sert aussi dans ton monitoring lui-même. Tout est lié. Et quand tu fais bien ton exécution, parce que tu es bon dans en monitoring parce que tu sais ce qu'il faut aller regarder, tes advisors te reconnaissent comme étant quelqu'un de bon et donc ils vont t'apporter des dossiers, les meilleurs. Tu fais confiance à quelqu'un qui a l'air de comprendre son métier. Sinon, tu n'as aucun intérêt et tu te fais refiler tous les dossiers dont personne ne veut. Encore une fois : petit écosystème, petit environnement sur lequel il ne faut vraiment pas se griller.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

Croissance d'EBITDA, croissance d'EBITDA expliquée par l'organique, croissance inorganique (M&A) avec un arbitrage sur le multiple. Donc si tu as acheté ton groupe à 10 fois que tu sais le revendre à 12 fois, tu achètes des boîtes un peu plus petites et un peu moins bien gérées mais que tu sais que tu vas pouvoir améliorer, tu les achètes à 5-6 fois et ça clairement ça crée de la valeur tout de suite, la génération de cash par la croissance organique mais aussi par les investissements sélectionnés, stratégiques mais bon tu vas essayer de ne pas trop brûler de cash, de renforcer les positions de la société sur ses marchés pour essayer d'améliorer le multiple, donc en gros le multiple de sortie d'une boîte va dépendre de sa performance sur la période d'investissement, mais ça va aussi dépendre si la boîte est locale ou internationale, est-ce que tu es numéro 2 ou 3 ou est-ce que tu es un numéro 1 très fort sur ses marchés clés. Tu vas sélectionner les investissements pour une bonne génération de cash, FCF, et puis un impact sur la marque, sur l'image, sur la position de groupe, sur sa valeur stratégique pour augmenter son multiple de sortie.

Sélectionner les bonnes entreprises et faire les bonnes actions vont tous les 2 avoir un impact sur la performance. Si tu achètes une boîte, tu te dis toujours que nos actions vont avoir un impact sur la performance. On n'est pas un fonds passif qui achète des boîtes et qui attend que la valeur se crée toute seule. Notre stratégie c'est de choisir les meilleures, celles qui ont le meilleur potentiel et ensuite les aider à créer de la valeur. On veut des boîtes qui ont un business solide, on veut que la position stratégique soit défendable, que les revenus ne vont pas diminuer, des boîtes qui ont une tendance de fond qui va bénéficier à la société, on essaie d'investir dans des boîtes qui ont un profil de risque qu'on peut maîtriser. On n'est pas du VC, on ne fait pas de paris sur des technologies futures, mais on achète des boîtes qui ont une manière de fonctionner qui est pérenne et qui est prouvée.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

- a. **How do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period?**
- b. **Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?**
- c. **Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?**

Notre objectif c'est d'aider le management, par exemple à faire des grosses acquisitions. Dans une de nos boîtes, on les a aidé à racheter le numéro 2, donc ils n'ont quasiment plus de concurrents en France et on a racheté le numéro 1 du marché en Angleterre. Un collègue et moi avons passé des semaines et des weekends là-dessus parce que sans nos contacts, parce qu'on a des contacts, on est contacté par des banques d'affaires, et ces trucs-là font que nous en tant qu'actionnaire, on a la capacité à aider les sociétés du portefeuille à faire des acquisitions qui sont hyper créatrices de valeur. Je suis persuadé que si la société était restée dans les mains des actionnaires précédents, ils n'auraient jamais racheté le numéro 2 et ils n'auraient jamais racheté le numéro 1 en Angleterre. Ils n'auraient pas créé la valeur que nous on a créé en quelques mois. Donc via les contacts et via une sorte de réseau, tu peux créer des opportunités pour les sociétés du portefeuille qu'elles n'auraient peut-être pas pu faire avec un autre actionnaire ou si elles étaient détenues par une famille ou si c'était une plus petite boîte.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Le M&A c'est tout de suite créateur de valeur si tu le fais bien. Tu achètes des boîtes à des multiples plus faibles et tu sais que tu les revendras à un multiple plus élevé. A moins que ça soit des gros deals et qu'après tu aies des problèmes d'intégration, si c'est une multitude de petites acquisitions à 5-6 fois l'EBITDA et que tu revends le groupe à 10 combiné, tu es hyper créateur de valeur. En plus, tu consolides le marché, tu tues une partie de la concurrence parce que tu les rachètes, plus toutes les synergies. Ça c'est quelque chose qu'on essaie de faire dans toutes les participations. Conseiller le management, ça dépend un peu du feeling entre les gens. Un exemple: dans une des sociétés où on est majoritaires, on avait reçu un budget, et nous on a challengé à fond le budget en leur disant que le budget devrait être quelques millions au-dessus. Maintenant, la boîte elle est à son budget, donc c'était possible. C'est un peu notre métier aussi, de challenger le management, de leur mettre des objectifs qui sont difficiles à atteindre mais qui sont atteignables. Si c'est une famille, tu as beaucoup de familles qui ne croissent pas et les ils touchent leur dividende, il n'y a pas d'ambitions mais ils touchent 1 millions d'euros de dividende par an et c'est très bien comme ça. Nous on veut créer de la valeur, donc le type on va lui dire qu'elle doit croître de 10%. Le mec il est challengé là où avant il n'était pas challengé parce qu'il se reposait sur son acquis. Donc ça c'est quelque chose où on peut créer de la valeur. Changer le management, on peut le faire aussi mais c'est un risque, ce n'est jamais des situations très agréables. L'idée quand nous on achète une boîte, on veut mettre le meilleur management possible. Changer le management, oui, mais ça peut faire des dégâts. En virant un patron, tu risques de te mettre à dos une partie des autres managers, voire même une partie des autres actionnaires. Par exemple, on a changé le patron d'une de nos boîtes, ça a été difficile parce que certains actionnaires étaient proches de l'ancien patron. Il faut parfois avoir le courage de prendre des décisions qui ne vont pas être très populaires. Tu vas peut-être avoir un manager qui est très bon et qui aimait le patron qui va te dire que lui aussi s'en va. C'est des mesures drastiques, quand tu as besoin de réorienter la boîte, et quand c'est pas des trucs qui créent de la valeur immédiatement, ça prend beaucoup de temps. En termes de suivi, c'est lourd parce que tu dois remettre en place un package pour qu'il soit intéressé au capital, tu négocies pendant longtemps le contrat du nouveau manager, lui va avoir pleins d'idées pour changer les structures. C'est un peu une solution, la bombe atomique de la création de valeur. Ça peut aussi avoir un impact négatif sur la réputation du fonds. Quand on se positionne, quand on recherche de nouveaux investissements, on dit qu'on travaille avec le management, main dans la main, qu'on est là sur le long terme, on essaie de se placer sur un segment un peu différent des fonds de PE traditionnels un peu cowboy. Du coup, virer le management, pour l'image que ça renvoie au marché, c'est un peu étonnant. Les managers des sociétés qu'on va voir vont regarder aussi et ils vont le remarquer. L'impact sur la réputation est cependant petit, on pourrait perdre plus gros. Je crois qu'on préfère perdre quelques points de réputation si on change le management et que ça nous rapporte de l'argent à la fin de l'année. Parfois il ne faut pas trop écouter ce que les gens disent.

- a. **Which actions improve the performance the most according to you? Why?**
- b. **Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?**
- c. **Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?**

Je pense qu'à ce niveau-là, les gens, même s'ils ont un background un peu différent, ont les mêmes réflexes création de valeur. De toute façon, le banquier pourrait tout autant engager McKinsey, BCG ou Bain pour faire une étude pour apporter les idées que les anciens consultants ou les banquiers n'ont pas. Par contre, peut-être que les anciens banquiers ont

plus de contacts dans les réseaux de boutiques M&A pour sourcer des deals. Je ne pense pas que les consultants vont être plus orientés conseil que d'autres. A la fin ce sont des mecs qui ont une carrière derrière eux, donc c'est difficile de mettre les gens dans une boîte ou dans une autre.

d. Which measures do you implement to align the interests of the investee companies' management teams with your own (thereby reducing the agency costs/problems)? How does this contribute to improving the performance?

Les managers sont intéressés directement dans le capital via un MIP (Management Incentive Plan). En fait, c'est un système de ratchet et il y a une règle dans l'industrie qui dit que le management se fait en termes de *money multiple*, le carré de ce que se fait l'actionnaire financier. Evidemment, eux se sont des montants plus petits, mais s'ils savent qu'en quelques années ils peuvent se faire x4 ou x9, ça donne envie de travailler. Surtout que quand ce sont des boîtes qui ont déjà été sous LBO, les managers eux-mêmes avaient déjà investi, donc eux ils vont avoir un finance qui s'autofinance. On peut lui demander de *roll-over*, donc le manager ne va pas sortir beaucoup de cash mais il va réinvestir. C'est un système presque exponentiel. C'est important, surtout si ce sont des mecs qui ont déjà été plusieurs fois sous LBO et qui ont un certain patrimoine, c'est important qu'ils investissent une partie significative de leurs proceeds, tout simplement parce que tu n'as pas envie que le mec, une fois que tu rachètes la boîte s'en va et puis ne revient plus. Il faut que les managers continuent à avoir un bâton avec une carotte au bout, parce qu'ils ont tellement d'argent qu'ils pourraient se permettre de ne plus travailler.

C'est quasiment une obligation, quasiment un standard dans l'industrie. Aussi parce qu'ils ne sont pas cons, pour eux c'est potentiellement le meilleur moyen de continuer à faire croître leur patrimoine. Si tu investis et que tu sais que vas faire x3, x4, x5, tu préfères réinvestir plutôt que d'avoir ça sur un compte en banque ou de tout dilapider. Ça fait partie de la négociation, du plan de gouvernance, et ce sont des règles que tu établis avec le type. Tout dépend aussi du processus: si c'est une auction et que c'est une société qui a beaucoup d'attrait et qu'en plus le manager a une part importante du capital, c'est un peu lui qui impose ses conditions parce qu'il est dans une position de force. Et du coup, il peut réinvestir moins, il est moins intéressé. Plus le mec investit, plus tes intérêts sont alignés. L'idée c'est que le mec puisse gagner potentiellement beaucoup d'argent, mais pour ça il faut qu'il investisse une part significative et qu'il délivre.

e. Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?

Ce qui est vraiment intéressant dans notre métier, c'est d'acheter des boîtes qui appartiennent à des familles, ce qui s'appelle un deal primaire (c'est la première fois qu'un fonds d'investissement investit) à l'opposé d'un deal secondaire (tu achètes une boîte qui a déjà été détenue par un fonds de PE). Pourquoi? Parce que notre métier c'est vraiment d'essayer d'améliorer le processus, d'essayer de donner les bons conseils au management, de faire des acquisitions via des contacts etc. Il y a beaucoup de boîtes en Italie qui sont gérées par les familles depuis 2-3 générations et qui cherchent un actionnaire un peu plus professionnel pour les aider dans le futur du développement. Et là il y a énormément de choses à faire, c'est presque une mine d'or parce que les boîtes familiales en général elles sont averses au risque. Donc si il y a des investissements et que tu peux créer de la valeur, mais avec un petit peu de risque, ils ne vont probablement pas le faire. Des boîtes aussi où il y a beaucoup de personnel avec parfois des gens qui ne sont pas très motivés, donc tu sais qu'en gros si tu rachètes une boîte détenue par la famille, tu peux avoir un plan d'actions hyper détaillé. Tu vas te rendre compte que tu peux accroître l'efficacité si tu investis quelques millions d'euros dans des nouvelles machines là où la famille n'avait pas envie de prendre ce risque. C'est un peu cru, mais tu peux peut-être remplacer 50 employés par 2 machines et tu crées de la valeur en réduisant les coûts. La typologie de l'actionnariat des sociétés qu'on rachète va fortement déterminer le potentiel de création de valeur. A l'inverse,

racheter une boîte d'un fonds de PE, tu sais pertinemment que les mecs, à chaque fois qu'ils achètent une boîte, ils font tout, tu te dis que la boîte est déjà hyper optimisée, donc tu ne vas pas spécialement pouvoir mettre toutes les choses en plus parce qu'eux l'ont déjà fait. Si c'est une boîte familiale et que c'est un mec qui crée sa boîte et puis qui garde l'argent, tu vas préférer faire venir une équipe de consultants, ou tu appelles un expert de l'industrie, tu réduis les coûts et tu améliores les processus.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

On fait une valorisation tous les 6 mois: au 30 juin et au 31 décembre. C'est aussi un devoir de transparence envers nos actionnaires. En fait, on a des Boards avec des réunions mensuelles avec le management. Tous les mois on reçoit les résultats, on fait l'exercice tous les 6 mois, mais la performance du business on la voit tous les mois. Donc on est très proche de nos actifs, ce qui nous permet d'être derrière.

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

Sur un de nos investissements, on s'est rendu compte qu'il y avait quelques points qui nous plaisaient un petit peu moins bien et qui affectaient la performance. Tout de suite, on a mis la pression sur le management et on a établi un plan d'actions en disant voilà ce qui va, voilà ce qui ne va pas, et voilà ce qu'on pense que vous devriez faire. Et le manager comprend bien que quand on lui propose de faire quelque chose, il faut qu'il délivre et maintenant les choses vont beaucoup mieux. On ne va pas s'émouvoir d'une sous-performance, par contre il faut qu'on soit réactifs et qu'on comprenne pourquoi il y a une sous-performance et comment on peut l'améliorer. Ça ça passe par un suivi très proche de la participation, à minima tous les mois.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

Chez nous on n'a pas de cible de période de détention. Nous on dit qu'on reste au capital tant qu'on pense qu'il y a de la valeur. Par exemple, une de nos boîtes était très petite quand on l'a achetée, maintenant c'est le leader au monde et donc on n'aurait pu s'arrêter avant en se faisant pas mal d'argent, maintenant on peut s'arrêter maintenant et on ferait beaucoup d'argent. Donc ça dépend vraiment de la stratégie. Il y a cependant un danger, c'est que quand tu vends une boîte, tu dois faire en sorte qu'il y ait toujours une histoire à vendre. Les gens quand ils achètent une boîte, ils n'achètent pas la performance passée, ils achètent les perspectives futures. Et donc si tu as complètement coupé tout ce qui était possible de couper, tu n'as plus grand chose à vendre. Donc c'est une sorte d'art dans notre métier: extraire un maximum de valeur en quelques années mais d'en laisser encore un peu aussi parce que simplement quand tu vends, tu fais un business plan, tu fais un investment memorandum, tu dois expliquer au mec qui va mettre de l'argent sur la table que tu peux encore développer X, Y, tu peux développer une nouvelle gamme de produits, tu peux encore faire une acquisition parce qu'il y a encore des cibles. Si tu as tout fait, qui va racheter ça si il n'y a plus de croissance? C'est une grosse courbe ascendante et à un moment tu dois te poser et te demander si tu gardes ou si tu vends et le prochain il continuera la courbe, mais en tout cas nous on a déjà fait pas mal d'argent. Pour nous c'est un avantage de ne pas avoir de contrainte de temps, mais tu as des fonds typiques de PE avec des durées déterminées. Les mecs savent qu'ils ont une vision assez limitée et qu'en 5 ans ils doivent faire un maximum. Après, peut-être que s'ils restaient encore quelques années, ils pourraient faire des returns plus intéressants, mais il y a un peu un mur après 5 ans. Nous on a cet avantage de se dire que si on veut rester 6-7 ans, on peut rester. Il y a un truc qui joue là-dedans aussi, tu as quand même des cycles économiques, si tu achètes une boîte sans le savoir dans un haut cycle et que les années suivantes sont décevantes, pour eux c'est catastrophique, parce que eux vont devoir vendre la boîte pour fermer le fonds dans un cycle baissier. Là où nous on a cette capacité de laisser passer la tempête et de

préparer la société pour la reprise et repartir pour les années suivantes. Je pense que c'est un avantage pour nous.

Je ne dirais pas que tu puisses dire qu'une détention plus longue ou plus courte créera plus ou moins de valeur, c'est pas vrai, mais en tout cas une société qui a une flexibilité, pourra s'en sortir mieux, toutes choses étant égales par ailleurs, qu'une société qui a une détention déterminée et dans un contexte où le marché est challengé. Nous on a l'option de garder la société et d'attendre la reprise, eux ils sont sur une fenêtre plus limitée et ils pourraient simplement détruire de la valeur parce qu'ils vendent à un moment pas opportun.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

On fait plus du in-house. Chez nous, on n'est pas experts mais on suit tous plusieurs industries, plusieurs sociétés. Au fur et à mesure, on acquiert certains réflexes propres à la société ou à l'industrie, sans avoir la prétention d'en connaître plus que le management ou de venir lui donner des leçons. Si on pense que ça a de la valeur, on peut faire appel à des gens externes. Il faut garder en tête que les équipes de management n'aiment pas forcément voir des consultants débarquer pour leur dire ce qu'ils devraient faire. Donc je pense que ça doit être une approche conjointe avec le management, partant d'un constat commun en se disant que sur tel ou tel chantier, ça pourrait valoir la peine de faire venir des consultants, plutôt que nous dire qu'ils vont avoir des mecs de restructuring qui vont venir chez vous pour voir comment ils peuvent améliorer le truc. Le fait que le management doive être d'accord, c'est même dans les accords d'actionnaires. C'est souvent des éléments qui sont encadrés contractuellement et qui disent que l'actionnaire n'a pas le droit d'imposer des équipes de consultants, sans consulter au préalable, soit le management. En général, c'est nous qui payons les consultants, sauf si c'est un cas de force majeure. Tout est fait pour que si on doit mettre des consultants, de 1) on doit d'abord en parler et que de 2) si on doit dépenser 300k-400k pour McKinsey, on va réfléchir à 2 fois. Ce qu'on fait parfois, ce sont des calls avec des experts, mais c'est plutôt sur des nouveaux investissements ou si on a des projets spécifiques. C'est plus une manière pour nous d'acquérir des connaissances d'experts plutôt que d'envoyer ces gens au sein de la société.

Dans une de nos participations, on vient de faire 2 acquisitions, et ça vient du management: la CFO connaît très bien une dame qui est calée en intégration de back office, dont l'expérience peut être utile pour intégrer les systèmes de la société rachetée. La démarche vient de la CFO, donc c'est plutôt elle qui demande du soutien, et si on pense que ça fait sens, on va dire oui évidemment. Mais ce n'est pas un spécialiste de l'industrie, c'est plutôt un spécialiste process dont on a besoin à certains moments. Ce n'est pas une démarche finale, c'est plutôt le constat qu'on aurait peut-être besoin d'un peu d'aide sur certains aspects.

Donc, ça peut se faire sur des situations très précises, mais pour le reste on va créer de la valeur autrement. Pour une de nos boîtes, on va faire un processus aux US, donc là on sait qu'on aura besoin d'un mec qui connaît le marché local pour aider le management si on va dans cette direction. Donc on va recruter un type, une sorte d'ancien manager spécialisé dans certains domaines, qui ne sont plus employés mais qui sont disponibles.

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

Quand on fait toute la due diligence, là on s'entoure de conseillers, dont certains experts que l'on va contacter via des calls. On contacte des boîtes qui nous envoient des mecs qui répondent à un certain critère et nous les envoyons pour qu'on puisse leur parler. C'est comme si on avait un entretien avec un type et on lui pose toutes nos questions. Ça c'est quelque chose que l'on fait à chaque fois, ça c'est sûr. Et puis on fait appel à des consultants, mais on n'est pas dans une optique de créer de la valeur, on est dans une

optique de nous aider nous à poser les bonnes hypothèses et à prendre des bonnes décisions. C'est une sorte de création de valeur pour nous quand même, parce que si l'expert nous dit que c'est un truc qui est merdique et que grâce à l'expert on décide de ne pas poursuivre l'investissement, peut-être que ça nous évite d'acheter une boîte merdique qui nous causerait beaucoup de problèmes et qui au final détruirait de la valeur. Donc ça c'est plus une création de valeur au niveau du fonds, au niveau de la performance globale du fonds, mais on a aussi des démarches de création de valeur de nos sociétés qui sont déjà achetées.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

Toute l'idée de la création de valeur et surtout du rôle qu'un investisseur peut avoir, à mon sens c'est vraiment en lien avec la part du capital qu'on détient dans la société. C'est-à-dire aussi le poids qu'on a au sein des Boards et le suivi journalier. Donc par exemple, ici je m'occupe de 4 investissements, 2 sociétés où on est minoritaire avec maximum 20% et je m'occupe de 2 autres sociétés où on a 60 et 80%. Et là on voit vraiment une grosse différence en termes de comment on travaille. Sur les investissements minoritaires, on reçoit les documents du Board et notre but, déjà on a un droit de vote mais qui vaut ce que ça vaut, qui sont minoritaires à l'exception de certains vétos, mais ça dépend de la gouvernance. Par exemple, on peut avoir des droits de veto sur des acquisitions, sur une grosse réorientation stratégique, sur la vente d'une certaine division, sur le déplacement du centre social. Pour le reste, on dépend quand même de l'investisseur qui est majoritaire et on a un rôle de faire des remarques constructives, de challenger le management, de proposer des choses mais on n'est pas à la barre. On est un peu copilote : on ne touche pas les manettes et on essaie de donner des conseils au commandant de bords. Dans les investissements majoritaires, on est vraiment à la barre, c'est nous qui prenons les décisions, c'est nous qui avons aussi la légitimité en fait de mettre la pression sur le management, alors que si tu es actionnaire minoritaire, si tu as une position un peu trop agressive envers le management, tu risques de te faire mettre toi-même de côté. Il y a clairement un avantage à être majoritaire, car quand tu es majoritaire, c'est toi qui décides. Si tu es majoritaire et que tu as un actionnaire minoritaire à côté, peut-être que le minoritaire, en fonction de sa quote-part dans le capital, aura négocié lors de son investissement une gouvernance avec des droits de veto pour justement ne pas être trop marginal, mais sinon ils sont généralement moins au courant de ce qui se passe. Dans un de nos investissements, on a un co-actionnaire qui a 10-12%, eux ils sont beaucoup moins au courant de ce qui se passe parce qu'ils ne participent qu'aux conseils du Board, donc ils n'ont l'info que quand c'est le Board, peut-être 4 ou 5 fois sur l'année. Je ne vais pas dire qu'ils sont perdus, mais nous on parle tous les jours au management, on travaille vraiment main dans la main et donc tu vois que eux sont là en conseil, de temps en temps ils ont quelques questions mais non seulement, de par la gouvernance ils n'ont pas grand chose à dire, mais en plus ils sont beaucoup moins au courant de ce qui se passe. Clairement, quand tu es majoritaire, c'est toi qui imprimes la direction, qui imprimes la stratégie avec le management, alors que si tu es minoritaire, tu t'associes d'une certaine manière à un actionnaire majoritaire et tu espères que le majoritaire fait du bon boulot. Après tu trouveras des actionnaires minoritaires activistes, qui peuvent taper sur la table en n'ayant pas beaucoup de voix. Ce sont un peu les porte-voix des minoritaires qui n'ont pas grand chose à dire. Dans ce cas-là, tu peux avoir une minorité qui fait beaucoup de bruit et qui va tout faire pour rallier un maximum de minoritaires à sa cause. Ça permet de contrebalancer les décisions du majoritaire.

b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger "ticket" for your fund)?

D'office que les dossiers qui sont les plus lourds dans notre base d'actifs, sont des actifs stratégiques. 10% de création de valeur sur une boîte qui est valorisée à 35 millions ou 10% de création de valeur sur une boîte qui est valorisée à 100 millions, ce n'est pas le même

ordre de grandeur. Il y a peut-être un focus plus actif sur les sociétés plus grosses, parce que dans la création globale du portefeuille, si tu fais la moyenne pondérée, tu es plus important. On a une boîte qui est toute petite, alors qu'une autre est beaucoup plus grosse. Quand tu fais ton planning de la semaine, tu regardes où tu peux avoir le plus d'impact pour le portefeuille, il vaut mieux prendre une très bonne décision pour la grosse boîte que prendre une très bonne décision sur la plus petite, toutes choses étant égales par ailleurs, parce que tu as beaucoup plus d'enjeu. Du coup, tu as peut-être moins de temps alloué sur les sociétés plus petites, du coup elles seront peut-être moins challengées, moins d'interactions avec le management. Ça sera un peu plus du *business as usual* alors que sur les grosses tu auras un style plus actif pour avoir de l'impact.

c. Pre-buyout performance of the company?

Ça dépend de chaque fonds, de chaque ADN. Nous, on n'achète que des sociétés qui sont leaders et qui marchent bien, donc par définition on veut éviter des situations où on achète des boîtes qui ont moins bien performé avant qu'on les rachète. On veut des boîtes qui performant. Après, tu peux toujours avoir des surprises en te rendant compte que tu n'as pas assez creusé certains éléments du deal, et il y a du boulot de turnaround à faire. Mais il y a des fonds qui sont spécialisés en turnaround, ils achètent des actifs au bord de la faillite, ils vont mettre des équipes de consultants sur le terrain pour créer de la valeur. Ça dépend de ce que fait chaque fonds. Une société qui est achetée et dont la performance est très décevante tout de suite, c'est clairement une priorité de prendre des mesures rapides et les mesures nécessaires pour améliorer la situation. Si tu ne réagis pas vite, ça s'empire et tu te retrouves avec une société merdique dans ton portefeuille qui te cause beaucoup de problèmes.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

On s'en fout un petit peu. Je crois qu'il y a peut-être cette mentalité de la nostalgie de retourner voir les sociétés qui nous appartenaient. Il y a une certaine curiosité, ça c'est sûr. Ce sont des boîtes privées, donc à moins qu'il y ait une IPO, on n'a pas vraiment de moyens, si ce n'est via des press release d'avoir des informations purement financières. Ce qui peut arriver, c'est que certaines de nos sociétés, par après font quasiment toutes les acquisitions que nous on avait en tête, et du coup eux ont sûrement créé de la valeur. Ce sont plus des anecdotes quand on mange le midi, mais ce que nous on regarde, ce sont les boîtes qui sont dans le portefeuille et on se concentre sur celles-là, sauf si par après on reste encore en contact avec le CEO de la boîte qu'on a vendu et on lui souhaite qu'il continue son chemin avec l'autre actionnaire. On n'a pas la capacité de calculer le return des autres, mais après c'est plutôt dans le domaine de l'anecdote.

Les gens qui vont racheter la boîte vont payer les impacts qu'on a eus sur la société. Si tu arrives à faire gagner de l'EBITDA sans croissance top line, mais purement en actions d'optimisation, les mecs vont le payer parce que ça va faire partie de l'EBITDA qu'on multiplie par 10 ou 12. En fait, ce qui compte pour les suivants, ce n'est pas ce que nous on a pu faire, c'est ce que eux vont être en mesure de faire en plus. Ça rejoint ce que je sais plus tôt, à savoir que c'est important d'améliorer ta boîte, mais si elle est optimisée à 100%, c'est beaucoup plus compliqué pour les suivants de créer la même valeur que toi. Et ça c'est pas évident. Mais si tu vends la boîte et qu'il y a toujours une thèse de consolidation, de M&A, ça ça marche. Mais si tu as fait toutes les acquisitions possibles et imaginables, les opportunités de croissance pour les suivants sont limitées. Tu pourrais même avoir un problème pour vendre ta boîte parce que le suivant pourrait te dire qu'on a tout fait et qu'il est compliqué de racheter la boîte à un prix élevé.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

- a. Improvement of the company through your own actions;**
- b. Evolution of the market and its multiples;**

c. Leverage impact of the debt?

Le a) et le b) c'est un peu lié, parce que le multiple de sortie va dépendre de la performance de ton EBITDA. Si ta boîte a vraiment bien performé, plus tu peux vendre au suivant à un multiple élevé. Tu la vends à un moment où tu sais qu'elle va continuer à bien performer, les mecs peuvent se permettre de payer un multiple élevé parce qu'ils sont convaincus que la croissance de la boîte va continuer. Les *own actions* pour moi permettent de soutenir la performance vont aussi avoir un impact sur les multiples. Évidemment, l'évolution du marché dépend aussi de ta limite du temps. Si tu vends dans un marché déprimé, tu peux évidemment perdre 1, 2 ou 3 fois ton EBITDA. Après, clairement quand tu fais tes modèles, quand tu regardes tes tables de sortie, c'est ce qui crée le plus de valeur. C'est directement du fric que tu gagnes en plus. Potentiellement, le deleveraging c'est important, mais tu sais que tu as une capacité de deleveraging qui dépend chaque année de ta génération de cash. Chaque année, pour le point a), une amélioration incrémentale va créer un peu de valeur parce que tu améliores l'EBITDA, mais pour le point b), si tu achètes à 9 fois et que tu vends à 13 fois, c'est extrêmement créateur de valeur. Donc je pense que le point b) c'est ça qui a le plus de poids. Si tu as une boîte qui fait 20 millions d'EBITDA, et que tu as une capacité de deleveraging de 2-3 millions par an, tu sais calculer sur ta valeur d'equity sur 5 ans, c'est à peu près 15 millions d'euros. Maintenant, tu vends ta boîte, 20 millions d'EBITDA et tu la vends à 10 fois, tu as directement 40 millions en plus si tu l'as achetée à 8 fois. Et c'est 40 millions en une fois, en *one shot* à la sortie. Donc ça crée énormément de valeur.

Donc le point b) a le plus d'impact. Je mettrais en dernier le point c), même si le deleveraging c'est plus quelque chose qu'on regarde dans un cas conservateur. Si tu as une boîte qui a 0% de croissance des revenus, 0% de croissance de l'EBITDA, en fait ta seule source de création de valeur c'est le deleveraging. Et donc le point c) c'est ton filet de secours dans une situation où ta boîte stagne. Tu réduis la dette nette de quelques millions par an, et donc ta valeur d'equity augmente de quelques millions par an et ça ça peut supporter peut-être 4-5-6% de création de valeur par an. Maintenant, le point a), si tu arrives à faire des acquisitions évolutives, ça va booster tes rendements et en plus si on arrive à vendre ces évolutions à des multiples plus élevés, ça crée énormément de valeur. Le point c) c'est donc ton filet de secours dans un environnement où ta boîte ne croît pas. Ce n'est pas le point c) qui va faire que tu vas te faire du fric sur ton investissement. Les gains en capitaux, ils viennent des points a) et b), qui représentent 85% de tes *capital gains*.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

Ça ça dépend de ta thèse d'investissement à la base. On peut imaginer une boîte qui n'a pas beaucoup de croissance organique, mais on a beaucoup de potentiel d'acquisition et éventuellement déjà des contacts avec des sociétés concurrentes qui seraient potentiellement intéressées à être rachetées. Un exemple concret c'est celui des maisons de retraites: elles étaient déjà presque toutes occupées. Et en fait ta croissance organique elle est quasiment nulle, parce qu'elle ne dépend presque que du fait que tu augmentes les prix chaque année, que tu vends des nouveaux services dans les maisons de retraite, mais tu ne vas pas avoir une croissance énorme tout simplement parce que ta capacité est arrivée à 100%. Par contre, ces boîtes-là, comment les mecs créent de la valeur? En rachetant des hôpitaux ou des trucs qui sont gérés par des *charities* et ils rachètent les actifs à des prix vraiment très bon marché, ils les retapent, ils vendent le truc, mettent leur personnel et le machin se remplit très vite. A paramètres constants, ce sont des boîtes qui n'ont quasiment aucune croissance. Mais si tu intègres le fait que ton réseau de maisons de retraite va acheter 5-6 maisons de retraite par an et va réussir à les remplir assez rapidement, c'est plus la même histoire. Donc c'est au cas par cas.

Ça va être un mix des 2, mais la croissance organique va être beaucoup plus facile à vendre qu'une boîte qui est flat, parce qu'une boîte qui croît et qui a encore des perspectives intéressantes, offre de meilleures perspectives pour l'actionnaire futur, et donc tu vas vendre plus cher. Donc 50%-50% éventuellement. Si l'organique à paramètres constants croît et

que chaque année tes acquisitions continuent à croître, tes acquisitions chaque année sont énormes en termes d'impact. Mais sachant aussi qu'un point peut-être à couvrir aussi, c'est que si tu fais du M&A, il faut que ton multiple soit faible, mais il faut du financement, parce que si tu dois remettre toi de l'equity pour acheter des boîtes, tu crées beaucoup moins de valeur que si tu finances tout par dette. Donc le M&A, tu es limité aussi en fonction de tes capacités de financement ou pas.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Nous ici on dit que la priorité c'est le portefeuille parce que c'est ce qui est entre nos mains. Evidemment, on a des objectifs d'acquisitions, d'être présents sur le marché et de faire croître le portefeuille en achetant de nouvelles boîtes, mais la priorité devrait toujours être donnée à aider les sociétés du portefeuille à créer de la valeur. Je dirais au minimum, plus de 50%. Maintenant, si tout va bien dans la société, si la boîte délivre, si tout est en place, ça dépend un peu du cycle d'investissement. Si c'est une boîte que tu viens d'acheter, tu vas passer un peu plus de temps. Tu voudras passer plus de temps pour bien comprendre les process pour bien comprendre comment tu peux créer de la valeur. Maintenant, si ça fait quelques années que la boîte est dans le portefeuille, que ça délivre, que tu as de bons contacts avec tout le monde et que tu sais que c'est un peu plus en rythme de croisière, ça te laisse un peu plus de temps mental de passer du temps sur le pipeline et sur les nouvelles acquisitions. Je dirais 60-40. Si tout fonctionne bien dans le portefeuille et que c'est la fin de l'année et que tu sais que les sociétés vont atteindre leur budget. On n'a rien investi cette année, donc novembre-décembre on va tous travailler comme des dingues sur des nouveaux dossiers et moins sur les dossiers actuels. Parce que sinon quelque part, on n'aura rempli le contrat en terms de nos objectifs d'investissements. Ça dépend de la santé globale du portefeuille et ça dépend de l'atteinte ou pas des objectifs d'investissements au sein du fonds.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

Par rapport un fonds de PE traditionnel, on est moins hands-on sur toutes les matières opérationnelles. Si vous regardez notre portefeuille actuel, nous sommes essentiellement minoritaires. Nous sommes présents au conseil d'administration et c'est par ce biais-là qu'on espère avoir une influence positive sur la création de valeur au sein de la société. Nous sommes minoritaires et donc le scope d'actions en tant qu'actionnaire est différent chez nous que pour un fonds de PE. Ça c'est un premier point et le deuxième point c'est qu'on va investir pour minimum dix ans, voire vingt ans. Evidemment la sélection de la société au moment de la due diligence est cruciale. Mais la création de valeur est envisagée sur une période de vingt ans tt donc de facto on ne peut pas imaginer tout ce qu'il y a à faire dans cette société au moment où on fait l'investissement. On va accompagner la société tout au long de la période d'investissement et on fait ça sur trois dimensions via notre participation au conseil d'administration: d'abord c'est la sélection du management, ça c'est le premier levier et la détermination d'un package attractif qui aligne les intérêts du management sur ceux des actionnaires. Le deuxième sujet c'est l'allocation du capital et la structure du bilan au niveau d'endettement, c'est rémunérer les actionnaires quand on pense que la société n'a pas de projet de création de valeur qui vaille la peine, c'est éventuellement faire du *share buyback*, plutôt ce genre de sujets. Et ensuite la troisième dimension et là on touche plus à la stratégie de la société, c'est discuter, challenger le management sur sa stratégie ou plutôt son plan à cinq ans. Cela comprend notamment une réflexion sur les business dans lesquels on voudrait voir la société croître, quelles acquisitions est-ce qu'elle devrait faire, quelles divisions de la société sont underperforming et peut-être non stratégiques et pourraient être divestées. Donc en gros, les sujets de grandes orientations stratégique et le M&A. Ce sont les trois leviers que nous utilisons pour accompagner et créer de la valeur dans une société. Après, tout ce qui est opérationnel, day-to-day management, y compris l'exécution des projets de cost cutting par exemple, ça c'est vraiment dans les mains du management. Mais bien sûr, ça fait partie de leur plan stratégique à cinq ans et donc on va les challenger là-dessus. Si on voit que par exemple les coûts de personnel dérapent, on va leur dire de contrôler davantage ça, on veut voir un plan de restructuration, on veut comprendre pourquoi est-ce que les frais de personnel augmentent. Du coup on agira plutôt sous cet angle-là sur l'EBITDA.

On regarde la société clairement de plus loin qu'un fonds de Private Equity. Nous notre rôle c'est pas de dire qu'ils ont trop de monde dans tel pays, il faut rationaliser et c'est pas nous qui allons suivre les chiffres de l'exécution de ce plan. Ce n'est pas le niveau de détail dans lequel on travaille. Ce sont des sociétés qui emploient 90 000 personnes parfois dans 150 pays, et donc on s'en remet au management pour ce genre de détails par pays. Par contre, on voit qu'il y a un problème par exemple d'inflation des coûts dans la société, on va challenger le management sur ce sujet et on va lui demander de venir avec un plan.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

Tous les investissements qu'on a en portefeuille sont publics parce que jusqu'à présent on est actionnaires minoritaires, on cherche à faire des buyouts, mais ça ce n'est pas encore concrétisé. Donc nos sociétés sont cotées en Bourse. La question sera plus: est-ce que la société crée plus de valeur avec nous au conseil d'administration et en tant qu'actionnaire que sans, et j'espère que la réponse est oui. Concrètement, je pense que c'est le cas

notamment si on regarde les stratégies M&A des boîtes, on reçoit en gros tous les investissements memorandi que les boîtes rédigent pour faire des acquisitions. Nous les revoyons et on leur dit: c'est trop cher et pas stratégique ou bien oui c'est un bon deal, c'est pas donné mais on comprend la valeur stratégique, allez-y. Par notre rôle d'actionnaire et de membre du conseil d'administration, on s'assure que le management est discipliné dans ses décisions et prend des décisions créatrices de valeur. C'est pour ça que j'ai la conviction que le fait qu'on soit présent au conseil d'administration de ces sociétés-là en tant qu'actionnaire permet de créer plus de valeur que si nous n'étions pas là.

a. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

Oui, on le fait. On le fait sachant que c'est une façon de mettre la pression sur le management de nos sociétés. Et aussi de comprendre ce qui peut être fait dans la boîte pour améliorer la performance. Mais ce n'est pas systématique, ce sera plus ad hoc.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

a. Which actions improve the performance the most according to you? Why?

b. Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?

C'est du cas par cas. Je n'en fais pas une généralité. Il y a des cas où c'était nécessaire qu'on soit plus hands on. En général, c'est plutôt dans ce sens là que ça va, si la boîte tourne bien et que le management délivre, on n'est vraiment pas embêtant comme actionnaire. On laisse le management délivrer, continuer à performer et il est totalement autonome. Ce n'est que s'il y a des problèmes, que là on va intervenir et être plus proches de la situation et mettre davantage de pression sur le management.

c. Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?

d. Which measures do you implement to align the interests of the investee companies' management teams with your own (thereby reducing the agency costs/problems)? How does this contribute to improving the performance?

e. Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

On va lui demander de venir avec un plan d'action qui soit convaincant, précis, avec un timing bien établi et qui voilà, il doit être convaincant. Si on n'est pas convaincu par le plan du management, à ce moment-là on pourrait prendre des décisions au niveau de la composition de l'équipe du management. On est minoritaire mais en général on est le premier actionnaire et le plus gros actionnaire. Et donc le reste de l'actionnariat est fragmenté et c'est du flottant en Bourse. Et donc on n'a pas autant de pouvoirs que si on était majoritaire, mais on a suffisamment d'influence, on a l'influence qu'on souhaite avoir,

c'est à dire que si nous étions majoritaires, on pourrait peut être aller plus dans le détail opérationnel et être plus impliqués dans la gestion opérationnelle des sociétés, mais ce n'est pas notre modèle. Déjà parce que simplement la taille des équipes fait que ce n'est matériellement pas possible à exécuter, donc on s'en tient aux sujets de gouvernance, orientation stratégique, le M&A, la sélection du management et son incentivisation et la structure du capital. Mais on a une influence suffisante que pour initier, engager et parfois même imposer des transformations stratégiques des sociétés. Et être le premier actionnaire est un de nos critères d'investissement.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

Je pense que pour la société, c'est bénéfique d'avoir un investisseur à long terme. Il y a certaines transformations et certaines orientations stratégiques, des décisions stratégiques qui doivent être prises avec un horizon d'au moins 10 ans et qui sont cruciales pour la performance de société dans le long terme. Un investisseur qui a un horizon de temps plus court ne prendra pas cette décision parce que le payback est trop long et il n'en capturera pas la création de valeur en cinq ans. Et donc c'est une décision qu'il ne prendra pas, et c'est une décision qui peut être très détrimentale pour la performance de la société à plus long terme. Donc oui, je pense effectivement qu'un actionnaire long terme est bon pour la société.

Si après dix ans une boîte continue à performer, on la garde. Régulièrement on revoit nos thèses d'investissement et on voit si il y a des actions à prendre ou pas, et on voit si la société continue à remplir tous nos critères. On évalue le potentiel de création de valeur en fonction du cours de Bourse et tant que ça match, on reste. Il y a des boîtes en portefeuille qui sont là depuis 30 ans.

On vend une société si d'un point de vue du business, le boît ne répond plus aux critères d'investissement. Parce que son business modèle est à risque et nous en tant qu'actionnaire on ne sait pas apporter une réponse à ça. Et deuxième point, sur un sujet de valorisation. Si on considère en faisant nos calculs que la société a réalisé tout son potentiel de création de valeur, on pourrait envisager de céder. Mais ce n'est pas associé à une durée de temps définie, ça dépend de la maturité de de chaque asset. On n'a pas non plus de temps minimum. On a un mandat qui est vraiment très flexible à ce niveau-là.

On est sorti d'une société parce que notre influence était devenue marginalisée parce que au fil des acquisitions, nous avons été dilués dans cette société d'une part et d'autre part, c'est un modèle de PDG qui a une forte influence et qui a vraiment une mainmise sur les décisions. Quand on a commencé à avoir moins notre mot à dire, tant que la boîte est bien gérée c'est bien, mais si il y a des questions sur le business modèle, à ce moment-là on préférera partir.

Et peut-être une précision sur le business model. Une particularité chez nous, on a des participations qui sont effectivement là depuis longtemps et elles ont gagné en taille parce qu'elles sont devenues matures. Il y a aussi une logique d'exposition du portefeuille. Ici, une des logiques pour céder des participations, c'est la diversification du portefeuille et la réduction de l'exposition du portefeuille au prix du pétrole par exemple.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

En termes d'expertise, on va la chercher. S'il y a besoin d'un conseil externe parce qu'on n'a pas l'expertise en interne, on va la chercher. C'est presque un détail pratique. Pour résoudre des problèmes dans la société, nous on ne fait pas vraiment appel à des experts externes parce que ça ce sera la responsabilité du management. Nous on parlera à des spécialistes, à des experts pendant notre due diligence. Ensuite, pour résoudre les soucis au sein de la société, ça c'est dans les mains du management. On n'a pas d'experts in-house, comme nous sommes généralistes et en termes de secteurs cibles, c'est assez large. Ça ne ferait pas de sens d'avoir un expert par secteur dans l'équipe. On n'utilise pas de dette lors d'acquisitions, on est vraiment très prudent à ce niveau-là et donc pour nous, ce n'est pas un levier de création de valeur. On ne s'endette pas au niveau de la société d'investissement. On va préférer acheter des sociétés qui sont faiblement leveragées. Et quand on achète, jusqu'à présent l'essentiel des sociétés dans lesquelles on a investi sont des sociétés cotées en Bourse, on ne restructure pas le bilan quand on fait une acquisition.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

Dans l'état actuel du portefeuille, nous sommes minoritaires, nous sommes le plus grand actionnaire dans toutes sauf une où nous sommes juste derrière la famille. Mais notre mandant nous autorise à faire des buyouts. Ils savent que c'est presque pareil.

a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

Pour la a), c'est difficile à dire que la performance de la société dépend du fait qu'on soit minoritaire ou majoritaire. Ça va dépendre du cas précis de la société. Il y a des sociétés où il faut un actionnaire majoritaire voire 100% pour créer la valeur et puis il y a des sociétés où ce n'est pas nécessaire. Parce que le management tourne bien et parce que la thèse d'investissement ne requiert pas de transformations en profondeur ou de restructuration lourde de toute la société.

b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger "ticket" for your fund)?

Alors je pense que paradoxalement on ne va pas passer plus de temps sur les gros tickets. Parce qu'on a des gros tickets qui se portent très bien et finalement qui requièrent moins d'attention, et on a des plus petits tickets parfois qui se portent moins bien et requièrent plus d'attention.

c. Pre-buyout performance of the company?

En fait, ce qu'on va chercher, on peut chercher des situations *contrarian* où les fondamentaux du business sont excellents mais la société a connu quelques hiccups opérationnels qui sont conjoncturels et pas structurels. Et donc généralement, ça ça a un impact sur la valorisation et donc ça ce sont des genres de choses qui nous intéressent. Mais les pures situations de turnaround complètes, ça va moins être notre terrain de jeu. On peut clairement dire que nous faisons du stock-picking en fonction de la manière dont le marché valorise les entreprises.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

Une fois qu'une société sort du scope, on ne la suit absolument plus. On la suit plus dans un contexte de gestion d'un réseau d'experts et de managers plutôt qu'un suivi de la performance société. Si on est sorti, qu'on a une participation d'une société pour une raison X,Y,Z mais que le management était excellent, on gardera contact. Si on a besoin d'un manager dans une de nos participations, on pourra éventuellement y faire appel ou bien, si on cherche un Board member pour nous représenter avec des compétences spécifiques. C'est plus une gestion de réseau que de suivi de la performance après que la société soit sortie du périmètre.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

- a. **Improvement of the company through your own actions?**
- b. **Evolution of the market and its multiples;**
- c. **Leverage impact of the debt;**

Si je devais les ranker, je dirais b-a-c. Bon, la dette est assez claire. Je dirais que vu que nous sommes minoritaire, le plus important pour nous c'est de voir comment le marché valorise l'entreprise. On regarde à quel prix on peut l'acheter plutôt que ce qu'on peut en faire dans le futur.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

A nouveau, c'est au cas par cas. Il y a des sociétés où l'histoire est pour moi vraiment organique et puis il y a des sociétés où c'est 80% M&A. Ça va dépendre de l'un de l'autre en fonction du secteur, de la taille de la boîte, etc. Une de nos sociétés a vraiment un portefeuille très diversifié de marché. Certains deviennent matures et donc la société, pour poursuivre et accélérer sa croissance devra se repositionner sur des nouveaux marchés prometteurs et donc ça ça passe par du M&A. Un autre exemple est une boîte qui, à part des petites acquisitions dans des applications mobiles ou ce genre de trucs, la dernière fois qu'elle a racheté une autre boîte, ça date et donc la croissance est essentiellement organique.

Les deux nous vont très bien. On aime bien quand on peut avoir une combinaison des deux méthodes, ça permet d'avoir deux leviers de croissance, on aime bien. Je pense que l'une ou l'autre méthode n'a pas vraiment d'influence sur la vitesse à laquelle les entreprises grandissent. Il y a des boîtes qui croissent à du 7% organique chaque année et des boîtes qui croissent à du 3% organise chaque année et qui font 4% de M&A. Pour les nouveaux investissements, on veut qu'il y ait de la croissance organique, on aime bien dire GDP+, donc au moins 4%. Et si on top of that, il y a du M&A, c'est bien, si il n'y en a pas, ça dépend, parce que peut-être que la société crache du cash mais ne croît pas énormément. Donc la création de valeur vient vraiment par la génération de cash flow, plus que par la croissance, la thèse d'investissement sera différente mais on la considèrera tout autant qu'une boîte qui croît double digit ais qui est peut-être en période d'investissements, elle doublera de taille mais elle ne génère pas encore énormément de cash. Dans la sélection de l'entreprise, l'organique a quand même un rôle prépondérant. C'est la base. Mais comme je viens de le dire, il y aura vraiment deux cas de figure. En tant que société d'investissement on a deux impératifs: c'est croître notre NAV et croître le dividende qu'on paie à nos actionnaires. Et donc il y a une composante dividendes qui est assez importante dans notre modèle, et donc dans un portefeuille on va essayer d'avoir une combinaison de sociétés de croissance et de sociétés qui ont des bons cash flows et qui savent distribuer des dividendes. Donc, quand on va regarder une nouvelle boîte, elle va idéalement tomber dans l'une des deux catégories.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Je pense que je passe 70% de mon temps sur les nouveaux dossiers et 30% de mon temps sur les sociétés actuelles du portefeuille. Je pense que c'est bien comme ça. Après, c'est paradoxal mais ça va dépendre un peu de la constitution du portefeuille. Si par exemple on considère qu'on a fait tous les investissements qu'on devait faire et que la priorité du moment ça va plus tellement être de trouver des nouveaux investissements parce qu'on est suffisamment occupé et qu'on a déployé suffisamment de capital, on profitera de ce temps-là

pour passer plus de temps sur les sociétés du portefeuille. Dans le cas contraire, si on vient de céder une société et qu'on a du cash à investir, on passera plus de temps sur la recherche de nouvelles opportunités.

Je suis d'accord sur le fait que pour augmenter le rendement, il faudra passer plus de temps avec les sociétés pour les aider. Mais sur le spectre entre actif et passif, à l'extrême du spectre du passif il y a les asset managers institutionnels qui gèrent un portefeuille, qui gèrent une exposition mais qui ne sont pas du tout actifs dans les sociétés, ils ont 100 sociétés dans le portefeuille et ils gèrent le risque de leur portefeuille. Et à l'autre extrême, il y a les fonds de PE hands on. Nous on est un peu au milieu. Et personnellement, je ne suis pas inquiet pour notre business model, au contraire. On voit des asset managers institutionnels qui se lancent dans des stratégies d'investissement où ils se retrouvent représentés au Board de plus en plus, justement pour être davantage actifs et moins passifs. Donc je ne pense pas qu'on ait besoin nous, pour continuer à créer de la valeur, d'être davantage hands on sur les sociétés. Surtout dans les types de sociétés qu'on investit, ça serait peut-être plus vrai sur des boîtes qui font quelques millions d'EBITDA, mais quand on investit dans une société qui fait 1 milliard d'EBITDA et qui emploient 90 000 personnes, il y a une délégation et nous ne sommes pas le CEO, et donc on s'assure qu'il y ait une bonne équipe de management qui travaille. Et c'est comme ça pour moi qu'on crée de la valeur.

Lorsqu'on voit une bonne société avec un mauvais management en place, on n'est pas agressif. On est patrimonial, en fait on aime bien dire qu'on est actif mais pas activiste. Un bon management c'est un des critères d'investissement. Donc le cas de base, il peut toujours y avoir des exceptions, mais le cas de base c'est que si le management n'est pas bon, on évitera l'investissement. De même que si on n'est pas les bienvenus au conseil d'administration ou si le management ne veut pas travailler avec nous, on s'en ira, on ne fera pas l'investissement. C'est vraiment un de nos critères d'investissement les plus importants, parce que c'est eux qui vont gérer toute la création de valeur par après.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

On est un fonds spécialisé, ça vous savez. Donc c'est uniquement en sciences de la vie, ce qu'on appelle le venture. Ce sont des entreprises qui font très peu de chiffre d'affaires. Le premier critère d'investissement c'est forcément d'être in-scope: sciences de la vie, médecine humaine, donc on est sur l'humain, la red biotech, et dans des stades venture où il n'y a pas encore de produits. Parce que nous on finance une boîte pour l'amener en produit. Il n'y a quasiment jamais de chiffre d'affaires. Ensuite les autres critères, une fois que l'on est dans le scope et encore l'Union Européenne: technologie innovante, on peut appeler ça du best-in-class ou du first-in-class, rarement des améliorations de technologies existantes, donc vraiment des breakthrough technologies dans des marchés où pour nous deS indications maladies évidentes, donc les grosses indications, oncologie, immunologie, même de la bactériologie, forcément tout ce qui est maladies inflammatoires reste d'actualité, un business plan réaliste. C'est quoi un business plan réaliste? Ça dépend peu de la techno et ça dépend un peu du marché dans lequel on vise. Parfois ils voient trop large, parfois trop en profondeur, parfois on se dit que votre plan de développement ne ressemble à rien, trop rapide, pas assez rapide.

Laurent: Donc ça veut dire que vous utilisez leur business plan?

Verdood: On démarre toujours de leur business plan. On n'a pas d'entreprise qui vient sans business plan, ils ne passent pas le cap. Ils sont tous en business plan, en disant: voilà la techno, voilà on pourra l'amener dans 2-3 ans et voilà vers quel type indication de maladie on veut aller avec cette techno.

Augustin: Est-ce que les entreprises viennent chez vous ou est-ce que vous recherchez des entreprises dans lesquelles vous investissez?

Verdood: Les deux. Il y a des réseaux formels, il y a des réseaux informels. Forcément, on est là depuis un bon bout de temps. 80% des cas ils viennent vers nous. Alors là forcément ce qui est important aussi, c'est que ça doit être une technologie brevetée, protégée. Et à ce moment là, c'est lié au business plan, un modèle de financement réaliste. Et ça ce sont les critères d'investissement.

La mesure de performance, nous raisonnons en multiple. Donc si on met 100 maintenant, dans cinq ans qu'est ce qu'on peut en tirer? On a toujours un minimum de 3x, parfois 5x, ça dépend un peu du risque technologique. Ça ne réussit pas à tous les coups, c'est du venture.

Laurent: Et vous avez un horizon d'investissement qui est plus ou moins le même pour tous les investissements ou c'est au cas par cas?

Verdood: Ce sont des fonds de 12 ans avec une période d'investissement de 5 et on essaye pour toutes les entreprises quand même d'avoir un exit à 5 ans. Ça dérape souvent, parfois c'est plus rapide, parfois c'est plus lent vu les problèmes technologiques.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

a. How do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period?

b. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

c. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

Verdood: Oui les investisseurs pour nous la réponse A et B, elle est la même. Ce qui est notre mesure de performance, c'est la mesure de performance de l'investisseur. Il n'y a pas de différence.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Main drivers, en fait c'est A et B. D'abord il faut être très sélectif: il faut se dire que sur 100 business plan, on en reçoit actuellement 300 par an, un petit peu plus, il y a plus ou moins 10% de ces plans d'affaires qu'on regarde en détail: on visite l'entreprise, on invite l'entreprise, et de ces 10%, il y a encore une fois 10% qu'on sélectionne. La sélection est donc clé, on investit entre 1 et 2% des plans d'affaires qu'on reçoit. Il faut choisir celles qui sont le plus prometteur, des marchés intéressants, des technos bien protégées et qui ont une chance de réussite. Donc la A est le plus important, et le B effectivement si on est là on est pas des investisseurs passifs, on est investisseurs actif, pas en tant que management, mais en tant que Board Member, en tant qu'administrateur.

Laurent: Vous essayez plutôt de prendre une position minoritaire ou majoritaire?

Verdood: On est toujours minoritaire en syndicat, mais le syndicats a la majorité. On est en syndicat avec d'autres fonds. Il y a parfois des fonds spécialisés et parfois des fonds non spécialisés.

4. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

Oui, il y a eu des études là dessus, vous devez les retrouver chez Inside Europe, l'ancien EVCA qui montre clairement que si vous avez des investisseurs professionnels dans votre entreprise, les performances sont souvent meilleures. J'ai plus les chiffres en tête mais des études ont été réalisées. A vous de les retrouver. On compare aux performances des autres. Maintenant comme on investit souvent dans des first-in-class, best-in-class, la comparaison n'est pas évidente. C'est possible, on compare, on compare surtout le time-to-market, le time-to-product, le temps qu'il faut pour réaliser un produit, le cash consommé et les performances au niveau de essais cliniques. Mais comme on investit dans des entreprises qui ne font pas de chiffre d'affaires et qui ne feront probablement jamais de chiffre d'affaires, les critères de performances sont différents. Donc c'est le temps qu'il faut pour amener un produit à la clinique, les résultats des essais cliniques forcément et les cash consommés.

5. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

Je crois que c'est surtout dans la partie plan stratégique, plan d'affaires. Puisque le plan d'affaires résulte d'un plan stratégique. Vers où va-t-on, vers où ne va-t-on pas? La stratégie c'est essentiellement faire des choix. On a un suivi bimensuel, tous les deux mois, on regarde les entreprises: où est-ce que vous en êtes dans le plan de développement, est-ce que vous respectez le timing, est-ce que vous respectez le sous? Ça c'est le côté opérationnel, donc des dépenses. Souvent c'est nous qui composons le management avec

les autres membres du syndicat et les changements que cela impose. Et alors là on joue un rôle important dans tout ce qui est effectivement M&A, deals partner in deals. On intervient très peu dans l'opérationnel. C'est pour ça qu'on sélectionne le management et c'est à eux de gérer au quotidien, mais on est là avec le management de façon à définir la stratégie, déduire de cela un business plan et puis suivre le business plan et l'adapter.

Augustin: Est-ce que le message va être est souvent le management qui présente l'idée ou est-ce que vous le changez?

Verdood: Au début oui. Si c'est des très jeunes ses, oui mais alors là il faut le changer ou le renforcer. Mais comme nous on investit un peu plus tard, donc des projets qui sont très proches des essais cliniques, là souvent le management n'est pas l'équipe qui a inventé ou breveté la technologie.

5c) Non je ne crois pas. Le VC n'est pas une activité financière, c'est une activité industrielle. C'est des financements très simples: de l'equity pour de l'equity. Et donc c'est clairement définir la stratégie et les faire avancer dans la stratégie sachant qu'il y a des moyens limités.

5d) C'est très simple: plus ou moins 10% de la boîte on la donne au management sous forme de warrants, de stock-options plans. Donc ils ont des salaires plus ou moins corrects, rien de particulier. Il y a souvent des bonus annuels en fonction de certains objectifs à atteindre qui sont déduits du plan d'affaires et donc de la stratégie. Mais quand nous faisons de belles plus-values, ils font de belles plus-values aussi puisque bon on leur offre des stock options. Autrement dit à la fin ils deviennent actionnaires. C'est comme ça qu'on aligne les points de vue. C'est toujours le cas, chez nous ça a toujours été le cas.

5e) Non ça ne dépend pas.

Augustin: la question est peut-être plus relevante pour des fonds de PE, plus gros.

Verdood: Ce qui compte pour nous si on veut vendre une société c'est d'avoir 1, 2 voire 3 concurrents. Le competitive bidding est extrêmement important. Forcément les résultats d'abord, si les essais cliniques n'ont pas donné l'effet escompté, on ne vas pas la vendre, il faut commencer un l'autre essai clinique ou on la vend à un prix faible. Si les données cliniques sont excellentes, c'est là en fait où il faut engager le competitive bidding.

Augustin: Le sens de la question était plus que dans la littérature on a vu que quand un fonds de PE rachète une société d'un autre fonds ...

Verdood: Nous on ne rachète jamais, le VC ne fait que des augmentations de capital, nous on ne rachète pas. Quand on vend, le buyer, il faut pouvoir en aligner plusieurs. Chez nous c'est jamais des acheteurs financiers, ce sont toujours des industriels. Parce qu'en fait ce qu'on développe nous, ce sont des produits pharmaceutiques ou des appareillages pharmaceutiques, et puis ces PE qui vont racheter les boîtes n'existent pas en Europe, aux Etats-Unis ça existe. Donc on les vend directement, ou bien on les met en bourse, mais les mettre en bourse n'est pas vraiment une vente, c'est plutôt un mode de financement donc on essaie de les vendre à ce moment là à des acteurs industriels. Chez nous c'est la pharma ou la medtech, la medical device.

Question 6

Les contacts sont quasiment semainier et les conseils d'administration sont une fois tous les deux mois. Si ils vont moins vite, c'est essayer de comprendre pourquoi, comment est-ce qu'on peut rattraper. C'est surtout la vitesse, la vitesse de développement si on sent qu'un essai clinique ne va pas dans le bon sens, faut-il vite passer sur une autres indication?

Question 7

Normalement si on reste plus longtemps dans la société la performance est plus élevée, mais ce n'est pas toujours le cas. Celles où les performances sont élevées, vous les vendez vite et celles où les performances sont médiocres, c'est là surtout que vous restez coincé un bon bout de temps. A strictement parler, plus ça dure, plus ça devrait être rentable. Mais si les essais cliniques ne sont pas positifs c'est pas pour autant qu'on condamne la société. On apprend beaucoup pendant ces essais cliniques et on peut se rendre compte que ce n'est pas la bonne indication, que l'on n'a pas encore assez travaillé sur la molécule.

Question 8

Comme on est un fonds spécialisé, toute l'équipe est spécialisée. Il y a 4 associés, 4 personnes de support et 4 experts chez nous. Le fait de spécialiser est un souhait parce qu'on sort du secteur, donc on est resté dans le secteur pharma, biotech, medtech. Donc nous on est en fonds spécialisé donc on ne travaille qu'avec des experts et on a des experts dans l'équipe. On appelle toujours des experts externes pour valider, second opinion, third opinion.

8a) Normalement les fonds spécialisés ont une meilleure performance. Les fonds non spécialisés qui investissent dans biotech investissent dans des stades nettement plus tardifs. Souvent quand il y a une top line et une bottom line. Et ces fonds là vont pour des IRR de 7-8%, nous on va pour des IRR de 15-20%. Les spécialistes ne sont pas nécessairement là pour choisir des entreprises et aussi pour pouvoir les aider à se développer. Parce qu'on met des équipes en place, sinon ça ferait double emploi. Nos experts sont souvent là pour nous aider à sélectionner les entreprises, à faire les due diligences et interviennent de manière ponctuelle sur des dossiers mais pas de manière continue. Ça peut être un interim management ou ça peut être un projet particulier.

Question 9

La question n'est pas vraiment pertinente pour nous puisqu'on n'acquiert pas, on augmente le capital.

9a) Forcément ça c'est assez logique, que l'on fasse un investissement de 100 000€ ou un investissement de 5 000 000€, le travail est le même. Donc de là on évite de faire des investissements de 100 000€ vu la taille du fonds. On essaie pas spécialement d'avoir des investissements qui ont tous la même taille car on a quand même une très bonne gestion du risque, une approche du risque. Quelques investissements sur la durée de vie sont de l'ordre de 10-12 millions, quelques autres investissements sont de l'ordre de 5 à 7 et alors là on fait toujours un peu plus petit investissement, de l'ordre de 3 à 5. Les petits investissements sont souvent moins risqués, offrent un return moins élevé, un multiple moins élevé mais le risque est moindre. Parce que c'est une technologie pour un plus petit marché ou pour une indication bien particulière. Quand vous développez une nouvelle molécule, le risque est extrêmement élevé, c'est autre chose que quand on développe un instrument médical.

Laurent: Vous dites que le risque est plus élevé pour les gros investissements, cela veut dire qu'il y a plus de monitoring de votre part pour les gros investissements?

Verdood: Non, non parce que là vous pouvez vous permettre des équipes de management complètes, dans les petites boîtes, ils sont souvent 2 ou 3. Et là ils font plus appel à nous. C'est pour ça que l'on en fait parce que c'est moins risqué mais c'est plus consommateur de temps. Dans les grandes boîtes, les décisions forcément seront plus drastiques, mais là vous pouvez vous permettre des équipes de direction complètes avec des gens qui en sont à leur troisième quatrième essai, qui ont fait des exit. Il faut les monitorer aussi, mais c'est un monitoring différent. C'est plutôt stratégique et c'est moins opérationnel.

Question 10

Dans les stratégies non. Pour nous la stratégie est simple c'est de vendre la boîte. La seule stratégie comme je vous l'ai dit mais c'est plutôt tactique, c'est de pouvoir aligner deux ou trois acheteurs potentiels au même moment, ce qui n'est pas toujours le cas. **Ogeda**, il y avait un acheteur qui nous offrait 400 millions, il y en a deux autres qui sont annoncés dans la même semaine, le prix est monté à 900 millions. C'est de cet ordre de grandeur là.

Augustin: Est ce que ça peut retarder votre décision de vendre la société, si vous n'arrivez pas à aligner des acheteurs?

Verdood: Oui, tout à fait. Si on se dit, écoutez il n'y a pas vraiment d'intérêt, il n'y en a qu'un seul. Souvent c'est de se dire on a d'excellents résultats dans une phase médicale, est-ce qu'on la vend maintenant ou on va une phase plus loin? Ça c'est souvent le trade-off qu'on a. Ou on développe une deuxième indication. Puisque maintenant ils offrent 100 mais si on franchit une étape, on doit investir 50 mais au lieu de 150 ils nous offrent 300, est-ce qu'on le fait ou non sachant qu'il y a plein d'inconnues.

Question 11

Souvent on ne sait pas parce que souvent c'est des grands qui nous achètent. Ils intègrent ces entreprises dans leur business unit ou dans leur division et donc rarement ont de la performance.

Augustin: Mais vous imaginez qu'elle augmente?

Verdood: Je dirais moitié moitié parce que souvent, quand il nous payent, ils disent: "Écoutez, on vous achète l'entreprise 100 mais c'est souvent ce qu'on appelle maintenant des structured deals. Donc 50 vous recevez immédiatement et les 50 autres on vous les paiera sur une durée de trois à cinq ans dépendant des milestones. Bon on n'a plus la mainmise sur l'entreprise, donc il faut être confiant qu'on puisse les atteindre. Je dirai qu'une fois sur deux ils sont atteints. Une partie de notre prix de vente dépend de la performance de l'entreprise une fois qu'elle est dans le nouveau groupe. Et ça peut encore être au niveau de la recherche et développement, ça peut être au niveau commercial. Il y a un steering group qui suit la performance la boîte, mais c'est un risque que l'on prend. Plus forcément vous avez d'acheteurs potentiels, moins le deal est structuré, plus ils mettent du cash avant.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

- a. Improvement of the company through your own actions?**
- b. Evolution of the market and its multiples;**
- c. Leverage impact of the debt;**

Désolé je ne peux pas vous dire. Je sais que l'évolution des marchés influence clairement les capital gains, ça oui. La concurrence aussi. La dette on n'en a pas, c'est pas des entreprises à dette et nos propres actions c'est difficile à dire.

Non non parce qu'on est souvent trois ou quatre investisseurs au même moment, c'est syndiqué et d'une mission à l'autre c'est souvent des décisions communes. On essaie de mettre du bon management en place pour qu'eux prennent les bonnes décisions.

Nos actions propres peuvent être ...

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

On est quatre associés, il faut se dire qu'on a un maximum de cinq à six sociétés que l'on peut suivre en parallèle par associé, pas plus. Ils ne se consacrent pas entièrement à cette tâche. On doit gérer le fonds, on fait encore du scouting, il faut chercher du financement pour

nos propres fonds, ce qui nous laisse une liberté d'un peu plus de la moitié du temps, trois jours sur cinq. Vous voyez, c'est un demi jour par semaine par entreprise plus ou moins.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Ce qui est quand même important pour nous, c'est toute la redéfinition de la stratégie. Parfois ça nous plaît immédiatement et il y a beaucoup de cas où il faut redéfinir le plan d'affaires. Et c'est quoi, c'est adapt product offering, enter new markets, expand internationally pas vraiment et change management. Donc les points 3, 4 et 6 sont des éléments importants pour nous. Expand internationally pas vraiment parce que ce les tests cliniques peuvent se faire aux Etats-Unis en Europe, parfois en Asie. Ce qui est important quand même surtout dans le monde pharma c'est qu'on fait des essais cliniques aux Etats-Unis. On les fait en Europe aussi mais le pricing pour les produits pharmaceutiques reste le plus intéressant aux Etats-Unis. Quand vous vendez 1 ici, là-bas c'est souvent 2. Donc on essaye d'abord d'obtenir un accord aux Etats-Unis avant d'introduire les produits en Europe. Malheureusement pour nous il n'y a pas de règle générale donc c'est difficile de mettre des chiffres dans le tableau, ça dépend des entreprises.

QUALITATIVE QUESTIONS

1. What are the main drivers for the performance of your investments?

- a. **Select the most promising companies**
- b. **Improve the performance of your companies through your own actions**
- c. **Others**

Ik denk niet dat het of-of is, ik denk dat het eerder een en-en verhaal is. We gaan eerst een vrij gedetailleerde due diligence onderzoek gaan doen, alvorens we in een bedrijf stappen. Soms gaat het zelfs breder, dan gaan we echt markten gaan analyseren waarin we willen investeren, we gaan wel echt gaan kiezen dat we in de juiste markt zitten, en dan ook vaak liefst met het juiste bedrijf, dat goed gepositioneerd is. Nadien zullen we, al vaak tijdens de due diligence, al gaan kijken naar wat er verbeterd kan worden in het bedrijf zelf, qua positionering, producten en dergelijken. Het begint al vrij vroeg in het proces dat we daarop gaan focussen. De laatste jaren, wat enorm belangrijk is geworden, hebben we een programma ontwikkeld, intern bij ons. Met dat programma gaan we actief waardecreatie realiseren met de bedrijven, omdat de *multiple uplift* die er vroeger was, meer dan 10 jaar geleden, die wordt kleiner en kleiner, dus moet de waardecreatie komen van EBITDA-groei, dat is zeer belangrijk. Iedereen deed al veel werk met de portfolio-bedrijven, maar de laatste jaren is het sterk geïnstitutionaliseerd geweest bij ons. Standaard praktisch is om het eigenlijk te doen vanuit elk portefeuillebedrijf, misschien werd er vroeger tijdens de *holding period* veel tijd besteed aan die bedrijven waar het net iets minder goed ging, zij kwamen meer onder de *spotlights* en de anderen waar het goed ging, bleven een beetje buiten beschouwing omdat het toch volgens het plan verliep. Dat is eigenlijk wel veranderd in de zin dat wij vandaag bij elk bedrijf een plan willen hebben waarop er gefocust wordt. Wij gaan niet het rol gaan overnemen van het management, dat is absoluut niet onze ambitie, de bedoeling is dat we een goed management-team hebben, we gaan wel kijken met het management-team naar de zaken waarop we echt zullen focussen in het uitvoeren van onze strategie voor de komende jaren, omdat we ervan overtuigd zijn dat we hier het verschil gaan kunnen maken. Dus dat doen wij nu standaard bij alle bedrijven. b) is eigenlijk standaard iets dat we doen, en ik kan me inbeelden dat het 20 jaar geleden misschien niet of minder het geval was.

Voor het puntje a), het is natuurlijk fijn als je een bedrijf kan kopen dat een goede positionering heeft op een attractieve markt, maar soms kan je ook een goede deal doen in een bedrijf dat in een moeilijke markt zit of een moeilijke positionering heeft. Het hangt er dan gewoon van af van de prijs aan de welke je het bedrijf kan kopen. In een bepaalde sector heb je sowieso bedrijven die betere gepositioneerd zijn, als je louter financieel zou gaan kijken, omdat ze hogere marges hebben, beter groeien, hun digitaliseringsprojecten staan al verder, maar dan is het ook aan de PE-bedrijven om ook de mogelijkheden te erkennen en te zeggen dat er misschien meer waarde zit in dat bedrijf, dat vandaag misschien niet de *most promising one* is, maar het heeft misschien wel de mogelijkheden om uit te groeien tot een *most promising one*.

2. Do you think that the performance achieved by an investee company as a result of your actions is higher than the performance it would have achieved on its own (without having a PE fund as a shareholder)?

Ja, en dat is alleszins onze bedoeling. Voorlopig lukt dat allemaal wel. Ik ben er echt van overtuigd. Het verschil is, als institutionele PE-partij, brengen we een zekere mate van rationalisering in de onderneming. Neem bijvoorbeeld een beursgenoteerd bedrijf of een bedrijf in handen van familiale aandeelhouder, wij hebben een zeer directe lijn met het management, wij zitten op maandbasis samen met onze management en we zijn zeer kritisch. Dus er worden moeilijke vragen gesteld, ik denk dus wel dat het zo is.

Ik denk wel dat de 2 zaken die wij sowieso aanleveren, zijn inderdaad duidelijkheid en structuur. We zijn meerderheidsaandeelhouders en dus zeer actief bezig met de

ondernemingen. Bepaalde beslissingen gaan we echt snel nemen, bijvoorbeeld qua *buy-and-build*, qua strategie, qua het aanwerven van bepaalde mensen met specifieke vaardigheden en daar ook de middelen voor vrij maken. Ik denk dat dat 1 zaak is dat we brengen niet standaard is binnen elk familiebedrijf of binnen elk beursgenoteerd bedrijf. De tweede zaak die wij ook aanbrengen is dat we natuurlijk een heel groot fonds hebben, en dat we heel snel kunnen schakelen qua *buy-and-build*, vooral voor de familiebedrijven. Wat je vaak ziet is dat bedrijven goed gaan, maar omdat alles goed gaat, hebben ze nooit gekeken naar kostenoptimalisatie enz. en ze hebben bijvoorbeeld ook nooit gekeken naar *buy-and-build*. Als wij in het kapitaal stappen is dat natuurlijk wel iets dat we gaan bekijken en dan geeft dat soms een nieuw elan aan een bedrijf dat op zich al goed gaat maar eigenlijk nog beter kan gaan.

a. Do you compare the performance of your investee companies to their competitors' performance?

We gaan uiteraard vergelijken met de competitors. Nog voordat we kopen hebben we al een grondige analyse gemaakt en daar ga je kijken naar omzetgroei in de sector van de concurrenten, marktaandeel. Zo'n due diligence waardoor we gaan voor bedrijven die we kopen, die marktanalyse is zeer gedetailleerd: aantal werknemers, hoe zitten de organisaties van de concurrenten in elkaar, hoe gaan de mensen online kopen versus klassieke trajecten, wij gaan concurrentie uitpluizen tot en met.

3. What actions do you undertake to improve the performance of your investee companies (restructuring the company, changing the management, introducing new manufacturing processes, management advices, help for M&A deals, others ...)?

Het hangt af van sector tot sector en van bedrijf tot bedrijf. Het is niet dat we zeggen dat iets dat we altijd doen is dit of dat. Soms moet je meer structuur aanbrengen, moet de je krijtlijnen gaan uitstippelen, misschien moet je meer strategie gaan bepalen samen met het management. Met andere bedrijven zijn het zeer specifieke topics zoals pricing, purchasing, digitalisation. Het hangt echt af van sector tot sector en van bedrijf tot bedrijf, er is geen gouden regel.

Bij sommige portefeuille bedrijven hadden we 40 initiatieven geïdentificeerd per bedrijf, bij anderen zijn het er misschien maar 14 of 15. Dat zijn initiatieven die allesomvattend zijn, het kan gaan over productie centraliseren, fabrieken sluiten of nieuwe fabrieken gaan openen, pricing, het is niet beperkt tot 1 luik. Er worden of verschillende fronten gewerkt. Nog voor dat het geld in het bedrijf gaat is er al een plan van wat we met het bedrijf gaan doen. Maar er is geen algemeen één plan, één ding dat voor alle bedrijven geldt. Het gaan institutionaliseren, iedereen verplichten om met zijn bedrijven te gaan werken, vanuit je ervaring gaan zeggen dat je misschien bij dat bedrijf op dat focussen. Wij hebben een framework ontwikkeld dat toelaat om waarde te creëren. Er is wel 1 approach, om te gaan kijken van wat is het framework en welke zaken uit het framework kunnen we hier als relevant beschouwen en welke niet, maar wat er daar dan uitkomt is voor elk bedrijf anders. Er is niet 1 recept voor het succes.

a. Which actions improve the performance the most according to you? Why?

b. Do you think that some actions can have a negative impact on the performance of the investee companies? If Yes, which ones and why?

Zeker. We hadden een bedrijf in ons portefeuille in België, een ex-familiebedrijf en daar hebben we eerst een paar miljoen geïnvesteerd om de organisatie te versterken. Dus het eerste jaar na onze investering ging het rendement naar beneden, maar we hebben wel de jaren daarna de vruchten daarvan genomen. Op het lange termijn geven onze stappen hopelijk een betere winstgevendheid, en als dat soms is omdat er een fabriek moet gesloten worden, dan zal dat ook gebeuren.

Onze bedoeling is zeker niet om op het lange termijn een negatieve impact te hebben, maar het is soms wel een balans tussen het korte termijn en het lange termijn, maar dan gaan we ook wel kijken naar het lange termijn. Wij gaan bedrijven kopen met onze gemiddelde

holding period, maar je mag niet vergeten dat als we exiten, dan gaan we een Information Memorandum, in het IM gaat een business plan staan van het bedrijf en dat BP gaat dan 4 tot 5 jaar vooruitkijken. Dus uiteraard moeten wij nu al denken en zien dat we tegen het einde van onze *holding period* al een BP hebben naar de toekomst toe, dat nog altijd attractief zal zijn. Dus ben je al bijna 10 jaar verder. Je moet altijd maken dat de investeerders die na jou komen ook nog altijd geld kunnen verdienen, want of anders gaat niemand dat bedrijf kopen. Je hebt fondsen die portfolio bedrijven gaan uitmelken, die echt bedrijven hard onder druk zetten, korte termijn, vaak angelsaksische fondsen. Wij zijn eerder een klassieker, continentaal Europees fonds, waar dat het middellange tot lange termijn wel belangrijk is.

c. Do you believe that the choice of actions to be implemented in investing companies may be influenced by the background of the General Partners (ex-consultants vs ex-bankers for example)?

Ik denk niet dat de achtergrond of het carrière traject van de Partners is dat gaat bepalen hoe het actieplan of hoe het waardecreatie plan er gaat uitzien, het is natuurlijk wel zo dat als je al een paar succesvolle zaken hebt gedaan in pricing, dat dat wel iets is dat je snel een keer gaan checken om te zien of er voor dat bedrijf waarde in kan zitten of niet. Maar het is ook vaak zo dat we dat doen samen met het management, en dat we vaak vertrekken van de conclusie die we gemaakt hebben tijdens de due diligence. En die due diligence moeten we altijd doen op een zeer korte periode meestal, dus dat doen wij niet zelf, dat doen wij met consulting bedrijven, en zij komen dan meestal ook uit hun studies over de markt met bepaalde mogelijke acties, mochten we het bedrijf kopen. Dus het is zelden dat enkel de achtergrond van een Partner gaat bepalen wat voor een actieplan dat er geschreven gaat worden. Het is echt een combinatie van due diligence, onze ervaring, maar ook vooral het management.

Als ik kijk naar ons fonds en de samenstelling van de mensen, vind ik het juist interessant om te zien dat we mensen hebben met een achtergrond in consulting, andere mensen komen uit investment banking, andere mensen hebben nooit ergens anders gewerkt en zijn meteen hier begonnen. Een volledig PE-bedrijf alleen met consultants of bankers, daar geloof ik niet in. Je moet volgens mij een gezonde balans hebben in de profielen om het voor je portefeuille bedrijven ook interessant te maken. Ik kan wel geloven dat er een natuurlijke kant is aan mensen om terug te gaan grijpen naar de dingen die ze in het verleden al hebben gedaan.

d. Which measures do you implement to align the interests of the investee companies' management teams with your own (thereby reducing the agency costs/problems)? How does this contribute to improving the performance?

Wij doen zeer vaak MBOs, het management heeft dus ook een bepaald belang in het bedrijf. Dat betekent dat ze dus ook, net zoals wij, in het bedrijf geïnvesteerd zitten en dat maakt ook dat het ook voor hun van belang is om de waarde van die participaties te laten toenemen. Op die manier slagen we erin om de belangen te aligneren. De stake die zij hebben hangt er allemaal van af hoe gefortuneerd dat ze zijn, of of ze bij het verkoop voor een stuk hebben kunnen cashen, dan wel niet, de privé-situatie is daar ook van belang bij. Het hangt ervan af, wij zijn daar heel flexibel in. Het is wel zo dat het moet, ongeacht de situatie waarin dat ze in zitten, als ze het geld kwijt zijn omdat ze slecht werk hebben geleverd, dan moeten ze het wel voelen, net zoals wij het gaan voelen als we het ook kwijt zijn. Als iemand veel geld heeft omdat die al een keer een succesvolle verkoop heeft gedaan, dan gaan we wel willen dat hij in absoluut bedrag meer investeert dan iemand die dat nog niet gedaan heeft. Zij moeten het op dezelfde manier voelen, relatief als het goed gaat, maar ook als het minder goed gaat.

e. Are the actions needed to improve the performance of the investee companies (efforts and number of such actions) influenced by the type of seller (family company, PE fund, strategic player or listed company)? If Yes, is there one type of seller that makes it easier to improve the performance (in other words, are some types of companies run better or worse previous to the buyout)?

Het hangt er van af. Het is zeker anders afhankelijk van de oorsprong van het bedrijf, maar het is niet noodzakelijk moeilijker. Je hebt professionele families, je hebt professionele PE-

bedrijven, je hebt prutser PEs, je hebt minder goede families, het hangt er echt van af. Het enige is wel dat je bij een beursgenoteerd bedrijf misschien al wel bepaalde functies hebt, bepaalde reporting rules die beter zijn, terwijl het bij een kleine KMO in West-Vlaanderen misschien nog net iets minder standaard is.

4. Do you monitor the performance of the investee companies throughout the holding period? If yes, how do you achieve this?

a. Which measures are put in place in case, during the holding period, the performance of the company appears to be lower than initially planned?

De regel is bij ons: minimum maandelijks en zowel financieel als operationeel. En daarnaast heb je natuurlijk ook de raden van bestuur, maar de minimum frequentie is 1 keer per maand. Bij sommige bedrijven zitten we wekelijks, als het slecht gaat of als er projecten zijn die moeten gebeuren en ze vragen hulp, dan zitten we daar soms wekelijks als het nodig is. Per jaar heb je 6 à 7 raden van bestuur gemiddeld, 1 keer per maand bespreken we met het management de performance van de maand, niet alleen financieel, maar ook operationeel: het gaat goed of het gaat slecht, misschien zijn er mensen die we gaan moeten afdanken. En dan is het meer ad hoc, dan gaat het over allerlei topics: value creation topics, topics uit onze framework, het kan M&A zijn, het kan van alles zijn maar dat gebeurt ad hoc. Dat kan 1 week 3 dagen na elkaar zijn en dan een maand weer niks. Soms is dat zelfs fiscaliteit, vastgoed verzekering, het hangt er allemaal een beetje van af. Maar als wij voelen dat het bedrijf ondersteuning kan gebruiken, dan gaan we die ook proberen te geven uiteraard, soms zelf, soms via een adviseur.

5. How do you think that the length of the holding period impacts the (evolution of the) performance of the investee company?

Ik denk niet dat de lengte van de *holding period* een beperking is voor de PE-fondsen. Ik denk niet dat de performance van een bedrijf afhangt van de holding periode. Als je natuurlijk extreme gevallen gaat zien, dan is het natuurlijk wel zo dat als je zeer lang in een bedrijf gaat blijven zitten, dan ga dat momentum dat je als PE juist wilt creëren, door te zeggen van we kopen een bedrijf, we aligneren onze belangen met die van het management, wij gaan samen een nieuwe rit rijden, wij gaan het bedrijf een niveau of twee niveaus hoger brengen, dan is het wel logisch dat als je dat doel aan het bereiken bent, dat er dan op een bepaald moment ook een verwachting ontstaat vanuit het management om te verkopen om daarna nog eens hetzelfde te kunnen doen met iemand anders. Als het niet gebeurt, kan ik me inbeelden dat er dan een soort van moeheid gaat ontstaan bij het management om voort te blijven gaan. Managers weten bij ons dat ze voor een bepaald aantal jaren vertrokken zijn, dat is het plan, en als het plan met acties uitgevoerd is, wordt er verkocht. Als het plan niet wordt uitgevoerd, voelen wij ook niet de dwang om te verkopen. Als er een mooie opportuniteit zich realiseert, dan gaan we daarvoor en als dat betekent dat het verkoop voor 2 jaar wordt uitgesteld, dan is dat zo. Er is een plan met acties, maar niet elke actie sowieso is een succes, sommige acties die we in het begin geïdentificeerd hebben, zijn na 4 jaar niet meer relevant bijvoorbeeld of we hebben gemerkt dat het niet werkt. Dus er gaan altijd acties zijn die minder succes opleveren dan wat we ervan verwacht hadden. Is dat daarom slecht? Nee, dat is altijd zo.

6. Do you have in-house experts or do you work with external experts who specialise in specific industries/sectors? Why or why not?

a. Does this specialisation enable you to improve the performance of the investee companies? If Yes, why?

b. Do the specialists play a role in the selection of the companies to buy or do they solely intervene after the buyout in order to coach and monitor the investee company?

We gebruiken de experts ook voor het investeren. Tijdens de diligence, op dat moment weet je nog niet of je het bedrijf gaat kopen, moet je ook met experts samenwerken. Dus wij werken zowel voor een traject met experts samen, tijdens een traject, maar ook na het aankopen zijn er soms experts betrokken. In de volledige duurtijd van ons fonds gaan we met experts werken. Je hebt daar ook veel verschillen in, je hebt UK-fondsen zoals Triton, zij hebben zeer veel in-house knowledge, terwijl wij een kleiner team zijn en vaak externe experts gaan binnenhalen: McKinsey, Bain, of soms mensen die veel meer echte kennis hebben over een specifiek probleem. Sowieso gaan we dat op meerdere momenten in de holding period doen.

Het hangt er natuurlijk vanaf hoe je jezelf als PE-fonds organiseert. Wij zijn een fonds dat zich meer op de Benelux en omstreken focussen op mid-market bedrijven in bijna alle sectoren. In de UK zijn er waarschijnlijk fondsen die zeggen dat ze enkel utilities, of IT, e-commerce gaan doen, en dan kan ik me inbeelden dat ze veel meer interne expertise hebben in die sectoren. Omdat wij meer een lokaal model hebben dat focust op een lokale markt, in Brussel focussen we op de Belgische markt, komen we in contact met alle sectoren, en hebben we uiteraard wel een bepaalde expertise in-house, of in onze zuster kantoren in andere landen, maar gaan wij natuurlijk ook in de eerste plaats samenwerken met experts uit bepaalde sectoren. We hebben bijvoorbeeld een bedrijf gehad in een bepaalde industrie in onze portefeuille in België, in het buitenland hebben ze ook gekeken naar een dergelijk bedrijf, natuurlijk hebben ze ons dan gevraagd wat wij erover dachten, om mee te kijken. Of omgekeerd, als wij ooit een bedrijf tegenkomen in een sector waarvan we weten dat collega's ooit een participatie in hebben gehad, dan gaan we dat ook vragen natuurlijk.

7. To what extent is the performance (improvement) of an investee company influenced by:

a. The size of your acquisition relative to the target company's equity: majority versus minority stake?

Wij nemen enkel meerderheden. Wij hebben dus geen ervaring met minderheden omdat we echt ook op het beleid van het bedrijf willen gaan wegen, en je hebt een meerderheid nodig om dat te kunnen doen. Dat is juist om die actieve rol te gaan spelen, bij andere PEs is dat misschien minder of niet het geval, of banken hebben ook vaak PE-afdelingen, maar die mogen absoluut geen meerderheid hebben om te vermijden dat ze een bedrijf moeten gaan mee consolideren. Dat is een problematiek die wij niet hebben. Voor ons is het heel belangrijk om die meerderheid te hebben, en ik ga zelfs zeggen dat als we naar een bedrijf gaan kijken voor een opportuniteit, het en het zou bijvoorbeeld blijken *in the end* dat er enkel een minderheid kan gekocht worden, dan is dat in bijna alle gevallen een afknapper. Quote van Albert Frère: kleine minderheidsaandeelhouder, petit con, grote minderheidsaandeelhouder, grand con.

b. The size of your acquisition relative to your own assets under management (smaller or larger “ticket” for your fund)?

Wij hebben een gemiddelde ticket, maar het kan zeker gebeuren dat we minder of meer dan het gemiddelde investeren. We hebben een *sweet spot*, maar onze range zou liggen tussen 25 en 150, wij doen soms uitzonderlijk kleine deals, maar dat zullen er maar 1 of 2 zijn van al de deals die we doen in een fonds, en dan hebben we ook maar 1 of 2 grote deals. Het gemiddelde zal liggen rond de sweet spot.

Tijdens de due diligence kruipt er evenveel werk in kleine of grote deals, vaak soms zijn kleinere bedrijven iets meer werk. Na het aankopen is het *equal*. We gaan niet zeggen dat omdat het een kleine deal is dat we daar minder raden van bestuur gaan hebben of we gaan er een kleiner actieplan voor maken. We gaan er altijd 200% voor gaan, of het nu een groot of een klein bedrijf is.

c. Pre-buyout performance of the company?

“Goede” en “slechte” bedrijven zijn beiden een uitdaging. Als een bedrijf het goed doet is het heel belangrijk om het goed te blijven doen, want als dat gebeurt, dan ga je ook een impact

zien op je multiple, niet enkel op de EBITDA-groei. het is een challenge om die groei er in te houden. En als dat bedrijf voor de buyout iets minder goed draaide, dan is het de bedoeling om het opnieuw op de rails te krijgen. Er wordt zelden van uitgegaan dat een bedrijf elk jaar zoveel % gaat groeien, alles wordt aangezien als een volwaardige uitdaging.

8. What happens to the performance of the companies after you sell the companies?

Wij hopen dat het bedrijf een goede performance kan behouden nadat wij het verkopen, maar het hangt af van de nieuwe eigenaar en de accenten die hij legt. Wij hopen natuurlijk dat de nieuwe eigenaars met de bedrijven die ze van ons kopen ook veel geld verdienen, want dan zou het zijn dat in de toekomst mensen graag bedrijven kopen van ons. Gemiddeld blijven onze bedrijven het allemaal vrij goed doen. Een keer dat die institutionalisering er in zit denk ik dat ze dat wel verder zetten. We bekijken het een beetje vanop afstand, maar we volgen het zeker wel. Na ons verkoop betekent het wel dat er geen publicaties zijn van de privé bedrijven, het is voor ons dus ook niet altijd even evident om daar nog altijd te gaan opzitten. Het is voor ons niet echt relevant want we hebben ondertussen ook andere bedrijven gekocht waar we mee bezig zijn. Wij hopen uiteraard dat dankzij het feit dat we die strategie samen heb uitgedacht en geïmplementeerd met het management dat het bedrijf daardoor nog altijd goed gepositioneerd is op het tijdstip van de exit en dat ze daarvan de vruchten kunnen plukken na die exit. Dat is ook de reden waarom de nieuwe koper erin gelooft in het bedrijf en het bedrijf koopt. Als het niet zo zou zijn, dan zouden er geen kopers zijn, of alleszins niet met de juiste prijs.

QUANTITATIVE QUESTIONS

1. What percentage of capital gains would you attribute to (looking back at the past years and looking forward to the future):

- a. Improvement of the company through your own actions?**
- b. Evolution of the market and its multiples;**
- c. Leverage impact of the debt;**

Er zijn 3 manieren om waarde te creëren: je kan je EBITDA laten groeien, je kunt je multiple verhogen en je hebt deleveraging. Maar in de laatste jaren is het al van de soep voor je *multiple uplift*, dus het moet echt komen, en dat zien we ook historisch, gemakkelijk de helft van de waardecreatie in onze portefeuille, het overgrote deel komt van EBITDA-groei. En die groei moet komen van het actief bezig zijn met portfolio bedrijven, zowel organisch als via M&A-trajecten.

Als wij een bedrijf verkocht hebben, gaan we daarna altijd gaan kijken hoe we het hebben gedaan. Als ik naar de bedrijven kijk, het overgrote deel de laatste jaren komt van EBITDA-groei, dus het bedrijf beter laten presteren. De *multiple uplift*, er worden forse bedragen betaald vandaag, dus die zit er hopelijk ook nog wat in, maar veel rek zit daar niet op, en dan heb je nog deleveraging, maar dat is altijd relatief beperkt op aanzien van het grote geheel van de waardecreatie.

Als ik ze zou moeten ranken, dan zou ik a) zeker als de belangrijkste plaatsen, dan b) denk ik, en dan c) deleveraging. Puntje a) wordt alleen maar belangrijker en belangrijker en puntje c) zal ook belangrijker worden, ik denk dat b) op termijn minder belangrijk gaat worden. Hopelijk wel, want wat we bijvoorbeeld wel zien met portefeuille bedrijven, dat je *multiple uplift* ook kan krijgen door bijvoorbeeld een bedrijf dat add-ons doet. Je koopt een bedrijf aan 7 keer, en dan doe je 2 add-ons aan 5 keer EBITDA, dan creëer je ook *multiple uplift*, en dat gaat wel altijd blijven bestaan. Het feit dat de markt plots van 7 keer naar 10 keer gaat, die grote sprongen vallen er wel uit.

2. For improvement through your own actions, what percentage of this improvement is organic / through M&A?

Dat is afhankelijk. Bij ons is de regel: per platform investering doen we 2 à 3 acquisities. Bij sommige platformen zijn dat kleine, strategische acquisities, bij andere zijn het echt game changing acquisities waarbij je de concurrent koopt die even groot is. Daar is geen vuistregel voor. Wij weten gewoon uit ervaring dat we gemiddeld 2 à 3 bedrijven kopen. We hebben evenveel succesvolle deals gedaan waarbij er geen enkele acquisitie geweest is. M&A is niet dé route tot succes, het is een route die het kan faciliteren, net zoals er ook andere zijn. M&A is ook een gevaarlijke, want je hebt bijvoorbeeld een bedrijf waar je 15 of 20 add-ons hebt. De moeilijkheid is dan om die dingen geïntegreerd te krijgen, want de volgende koper gaat met zeer veel detail gaan kijken of we er wel actief een geïntegreerde groep van gemaakt hebben, want anders koop je misschien iets en moet je ook de volle multiple op die kleine add-ons betalen terwijl ze nog niet volledig geïntegreerd zijn. Wij hebben geen % vuistregel.

3. What percentage of the time of the Private Equity company should be used to improve the investee company?

Ik zou zeggen 20% van je tijd per bedrijf. Stel je voor dat je 2 portefeuillebedrijven volgt, dat is zowat het gemiddelde, dan denk ik dat je 20% van je tijd moet investeren in die bedrijven. Dat hangt er ook vanaf, het is geen constante. Als je een buyout doet, de eerste 12 tot 18 maanden zijn heel belangrijk, dat je een goede start neemt, en dan ga je wel heel hands-on zitten, misschien 2 dagen per week om alles af te stemmen en goed te krijgen. Een keer dat de zaak meer op rails loopt en dat je in jaar 3, jaar 4 begint te zitten en je gaat meer beginnen evolueren richting exit, dan wordt het natuurlijk veel lichter omdat je dan normaal gezien het actieplan voor iedereen duidelijk is, je hebt een goed managementteam dat het kan uitvoeren, dan ga je meer switchen naar monitoring mode. Dus ik zou zeggen: de eerste 18 maanden, misschien 1 dag per week, misschien zelfs 2 dagen per week, dus 20-40% van de tijd. En een keer dat je voorbij het tweede jaar bent, gaat het weer terug naar een dag per week, misschien zelfs voor sommige bedrijven 2 dagen per maand. In running modus, als alles goed gaat, een halve dag per week per portfolio bedrijf. Daar is wel geen regel voor, want als je er ineens interessante add-ons in hebt, dan kan het zijn dat je in een maand tijd fulltime daarmee bezig bent. Dan ben je ook nog aan het kijken naar nieuwe investeringen. Op zijn minst halftime daarmee bezig en halftime met nieuwe investeringen. Het is niet dat er zo een gouden regel is, het hangt er echt vanaf.

Annexe 3. Extension de la revue de littérature

Auteur	Année de publication	Région	Taille de l'échantillon	Période considérée	Conclusion
Études confirmant la première hypothèse					
Long et Ravenscraft	1993	Etats-Unis	3527	N.D.	Les auteurs estiment que les niveaux de dette plus élevés associés à une opération de LBO font chuter les dépenses R&D de 40% après le rachat. Cela n'impacte cependant pas la capacité des fonds de PE d'améliorer les performances opérationnelles des entreprises d'au moins 15% en moyenne.
Wright, Thompson, Robbie, & Wong	1995	Royaume-Uni	158	1983-1986	Les LBOs d'entreprises apportent d'importantes améliorations à court terme de la performance. Aucune preuve que ces améliorations ne sont pas maintenues à plus long terme.
Phan & Hill	1995	Etats-Unis	217	1986-1989	Les changements des objectifs, de la stratégie et de la structure favorisent une plus grande efficacité, comme en témoignent les augmentations de la productivité et de la rentabilité.
Zahra	1995	Etats-Unis	47	N.D.	Les rachats sont suivis par des augmentations significatives du développement de nouveaux produits et d'autres initiatives entrepreneuriales tels que les alliances technologiques et la taille et les capacités du personnel de R&D.
Boucly, Sraer, et Thesmar	2009	France	830	1994-2004	Les auteurs ont analysé l'évolution des performances des entreprises détenues par un fonds de PE en France. Il ressort de leur analyse que la profitabilité opérationnelle des entreprises est supérieure de 6% à la fin de la période de détention par rapport au moment du rachat. De plus, les sociétés de portefeuille ont connu des fortes croissances de leurs ventes et

					de leurs actifs au cours de cette même période.
Meuleman, Amess, Wright, & Scholes	2009	Royaume-Uni	238	1993-2003	Le rachat d'une division d'entreprise conduit à une amélioration de l'efficacité de l'entreprise. En effet, son chiffre d'affaires croît plus rapidement qu'avant le rachat et la productivité est également améliorée après le rachat.
Landau	2014	Europe	267	N.D.	Son étude indique que les sociétés de PE, c'est-à-dire leurs représentants, peuvent accroître la performance opérationnelle non seulement en superviser le comportement du management, mais aussi en s'impliquant dans les décisions stratégiques et en soutenant les cadres supérieurs.
Études confirmant la deuxième hypothèse					
Gottschalg	2007	Europe	5500	N.D.	D'après son étude pour le Parlement européen dans laquelle il compare les performances de sociétés dans le portefeuille d'un fonds de PE à celle d'entreprises comparables cotées, il conclut que les entreprises de portefeuille surpassent leurs comparables en termes de croissance des revenus et de l'EBITDA. Ces entreprises ont également une meilleure rentabilité que les sociétés cotées, mesurée par l'EBITDA / Total des actifs.
Ernst & Young	2008	Monde	100	2007	L'étude montre que les entreprises détenues par des fonds de PE croissent en moyenne deux fois plus vite que leurs comparables publics. De plus, l'EBITDA de ces entreprises croît 33% de plus que celui des entreprises publiques.
Gaspar	2012	France	158	1995-2005	L'étude constate qu'après le rachat, les entreprises LBO présentent un bénéfice opérationnel plus élevé de 4% à 5% par rapport à celui des entreprises comparables pour une période de quatre ans après la transaction. Ce résultat est lié à l'augmentation des marges brutes, des gains de productivité, et à une diminution des besoins en fonds de roulement. Les entreprises rachetées démontrent également une meilleure croissance du revenu et de l'EBITDA après le rachat.

Achleitner, Lichtner, & Diller	2014	Europe	701	1990-2013	Les auteurs arrivent également à la conclusion que les améliorations opérationnelles sont supérieures pour des entreprises rachetées par des sociétés de PE.
Études réfutant la deuxième hypothèse					
Scellato & Ughetto	2013	Europe	241	1997-2004	L'étude explore trois dimensions différentes de la performance de l'entreprise: la taille, la rentabilité et la productivité. Les résultats indiquent un impact positif des rachats sur la croissance des actifs totaux à court et moyen terme. Rien de concluant ne peut être conclu pour la productivité, tandis qu'ils estiment que la rentabilité d'exploitation est inférieure pour les sociétés de rachat par rapport au groupe de contrôle trois ans après le rachat.